

**Julkiset ostotarjoukset suomalaisilla arvopaperimarkkinoilla –
sääntely, sijoittajansuoja ja valvonta**

Antti Kokkala (504584)

OTM-tutkielma

Arvopaperimarkkina- ja kilpailuoikeus

Oikeustieteellinen tiedekunta

Turun yliopisto

Huhtikuu 2019

TURUN YLIOPISTO

Oikeustieteellinen tiedekunta

Antti Kokkala: Julkiset ostotarjouksen suomalaisilla arvopaperimarkkinoilla – sääntely sijoittajansuoja ja valvonta

OTM-tutkielma 78 s.

Kilpailuoikeus

Huhtikuu 2019

Turun yliopiston laatujärjestelmän mukaisesti tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck -järjestelmällä.

Tämä tutkielma keskittyy arvopaperimarkkinoiden ja erityisesti julkisten ostotarjousten sääntelyn systemaattiseen tarkasteluun. Työn painopiste on luonteeltaan jakaantunut kolmeen ydinalueeseen, jotka keskittyvät arvopaperimarkkinoiden ja ostotarjousten sääntelyrakenteen selventämiseen ja erilaisista lähteistä peräisin olevien normien vuorovaikutukseen, julkisiin ostotarjouksiin liittyvien sijoittajansuojallisten elementtien tutkimiseen sekä markkinavalvonnan jäsenyntyneisyyteen ja merkitykseen arvopaperimarkkinoiden toimintaa ja ostotarjoussäännöstöä ajatellen. Tutkimusalue painottuu vahvasti arvopaperimarkkinaoikeuteen, mutta ostotarjousten ja markkinoiden valvonnan tarkastelu edellyttää myös kilpailuoikeudellisten näkökohtien huomiointia.

Markkinoiden ja ostotarjousten sääntelyrakenteen tarkastelussa huomion keskiössä pidetään relevanttien lainkohtien lisäksi kategorisesti eritasoisten säännösten tavoitteet ja sovellettavuus suhteessa toisiinsa. Lainsäädännön ohella arvopaperimarkkinoita ja julkisia ostotarjouksia sääntelevät monet muutkin normit, joista osa annetaan markkinatoimijoiden muodostamien koalitioiden toimesta. Tällaisella itsesääntelyllä on kuitenkin viranomaislähtöisyyden puuttumisesta huolimatta läheiset suhteet viralliseen säädösmateriaaliin. Monisyisellä säännösrakenteella pyritään yhdistämään erilaisten normikokonaisuuksien etuja, mutta etenkin julkisia ostotarjouksia koskevalla sääntelyllä voidaan havaita olevan myös sijoittajansuojallinen ulottuvuus. Vähemmistöomistajien suojantarve kasvaa tilanteissa, joissa yksittäinen osakkeenomistaja kasvattaa merkittävästi valtaansa yhtiössä. Ostotarjoussäännöksiin liittyvät sijoittajansuojalliset elementit muodostavatkin eräänlaisen lähtökohdan julkisten ostotarjousten viranomais- ja itsesääntelylle. Julkisia ostotarjouksia koskevan sääntelyn tavoitteiden saavuttaminen edellyttää myös oikeasuhtaista valvontaa, joka on Suomessa toteutettu jakamalla valvontavastuu useille eri toimijoille riippuen siitä, millaisten säännösten ja määräysten kanssa kulloinkin operoidaan.

Asiasanat

Julkinen ostotarjous, arvopaperimarkkinat, markkinavalvonta

Sisällys

Sisällysluettelo	II
Lähteet	IV
Lyhenteet	IX

1 JOHDANTO

1.1 Tutkimuksen kohde ja kysymyksenasettelu	1
1.2 Toimintaympäristö ja säädöspohja	3
1.3 Aiheen rajaus, tutkimuksen rakenne ja metodi	6

2 MARKKINAT OSTOTARJOUSTEN TAUSTANA

2.1 Arvopaperimarkkinoiden rakenne	8
2.2 Markkinatoimijat ja kaupankäyntijärjestelmät	11
2.3 Viranomaissääntely arvopaperimarkkinoilla	14
2.4 Markkinoiden itsesääntely ja ohjaus	17

3 JULKINEN OSTOTARJOUS ARVOPAPERIMARKKINOILLA

3.1. Markkinat ja julkiset ostotarjoukset	20
3.2 Arvopaperimarkkinalain soveltamisala ja ostotarjouksen määrittely	22
3.3 Itsesääntelyn ja arvopaperimarkkinalain suhde	27
3.4 Arvopaperimarkkinayhdistys ja ostotarjouskoodi	30
3.5 Hyvä arvopaperimarkkinatapa julkisissa ostotarjouksissa	33

4 OSTOTARJOUSSÄÄNNÖSTÖ JA SJOITTAJANSUOJA

4.1 Ostotarjousten ehdollisuus	37
4.2 Tarjousvelvollisuus ja sijoittajansuoja	39
4.3 Poikkeukset sijoittajansuojaan rajanylitystapauksissa	42
4.4 Finanssivalvonnan oikeus poikkeuksen myöntämiseen	45
4.5 Yhtiöoikeuden merkitys sijoittajansuojaan ostotarjouksissa	47

5 JULKISET OSTOTARJOUKSET JA MARKKINAVALVONTA

5.1 Valvonnan merkitys tehokkaiden markkinoiden turvaajana	51
5.2. Finanssivalvonnan asema markkina-avalvojana	54
5.3 Toimenpideoikeudet ja seuraamusjärjestelmä	56
5.4 Markkinoiden kilpailullisen rakenteen turvaaminen	59
5.5 Yrityskauppa-avalvonnan soveltamisala ja kaupasta ilmoittaminen	61
5.6 Yrityskaupan hyväksyntä ja vaihtoehdot	65
5.7 Yrityskauppa-avalvonnannolliset toimenpideoikeudet	68

6 JOHTOPÄÄTÖKSET

6.1 Ostotarjous-ääntelyn ulottuvuus ja rajapinnat	71
6.2 Ostotarjous-äännö-ön sijoittajansuojalliset elementit	74
6.3 Valvonnan rakenne ja vuorovaikutussuhteet julkisissa ostotarjouksissa	76

Lähteet

Kirjallisuus

Aalto-Setälä, Ilkka – Aine, Antti – Lehto, Petri – Piekkala, Henriikka – Stenborg, Markku – Virtanen, Pertti: Kilpailunrajoitukset: lainsäädäntö käytännössä, Helsinki 2016.

Astola, Tiina: Arvopaperimarkkinoiden oikeussäännöt, Jyväskylä 1990.

Boëlius, Jaana: Interregulation of Oligopolistic Markets – Finnish Merger Control in View of EU Merger Regulation and EU Case Practice, Vaasan yliopisto 2016 (Acta Wasaensia, 350).

Easterbrook, Frank – Fischel, Daniel: The Corporate Contract. Journal Articles, University of Chicago Law School 1989.

Hirvonen, Ari: Mitkä metodit? Opas oikeustieteen metodologiaan, Helsinki 2011.

Hoppu, Kari: Sijoitustuotteiden markkinoiden sääntely, Vantaa 2004.

Häyrynen, Janne – Kajala, Ville: Uusi arvopaperimarkkinalaki, Helsinki 2013.

Kuoppamäki, Petri: Uusi kilpailuoikeus, Vantaa 2006.

Kuoppamäki, Petri: Kilpailuoikeuden perusteet, Vantaa 2000.

Nuutila, Ari-Matti – Saarnilehto, Ari: Arvopaperimarkkinat, Turku 2001.

Palm, Jukka: Yrityssotot ja määräysvaltamarkkinat, Helsinki 2005.

Parkkonen, Jarmo – Knuts, Mårten: Arvopaperimarkkinalaki, Helsinki 2014.

Pohjanpalo, Lotta – Siiteri, Matti: Merger control in Finland: overview, Practical Law Country Q&A 2019.

Pönkä, Ville: Osakkeen lunastaminen, Helsinki 2015.

Sillanpää, Matti J: Julkisesta ostotarjouksesta – Arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus, Jyväskylä 1994.

Tala, Jyrki: Lainvalmistelu ja sääntelyn vaihtoehdot, Helsinki 2012.

Viranomaislähteet

Hallituksen esitys eduskunnalle arvopaperimarkkinoitakoskeväksi lainsäädännöksi (HE 32/2012 vp).

Hallituksen esitys eduskunnalle kilpailulaiksi (HE 88/2010 vp).

Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi finanssivalvonnasta ja eräiden siihen liittyviksi laeiksi (HE 66/2008 vp).

Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain, kauppakamarilain ja rahoitustarkastuksesta annetun lain muuttamisesta (HE 6/2006 vp).

Hallituksen esitys eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi (HE 109/2005 vp).

Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi kilpailunrajoituksista annetun lain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta (HE 243/1997 vp).

Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta (HE 318/1992 vp).

Hallituksen esitys eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi (HE 27/1977 vp).

Valtiovarainministeriön asetus tarjousasiakirjan sisällöstä ja julkistamisesta sekä sisällöstä myönnettävistä poikkeuksista ja Euroopan talousalueella hyväksytyyn tarjousasiakirjan vastavuoroisesta tunnustamisesta (VMA 1022/2012).

Finanssivalvonnan määräykset ja ohjeet julkisista ostotarjouksista (MOK 9/2013).

Kilpailuviraston suuntaviivat yrityskauppavalvonnasta 1/2011.

Direktiivit, asetukset ja raportit

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/25/EY julkisista ostotarjouksista. (Ostotarjousdirektiivi)

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/39/EY 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.

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/109/EY säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopaperien liikkeeseenlaskijoita koskeviin tietoihin liittyvien avoimuusvaatimusten yhdenmukaistamisesta ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta.

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus N:o 1095/2010 Euroopan valvontaviranomaisen (Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen) perustamisesta sekä päätöksen N:o 716/2009/EY muuttamisesta ja komission päätöksen 2009/77/EY kumoamisesta. (ESMA-asetus)

Euroopan neuvoston asetus N:o 139/2004 yrityskeskittymien valvonnasta. (Sulautuma-asetus)

Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen perustamisesta. KOM(2009) 503 lopullinen.

The Takeover Bids Directive Assessment Report. June 2012.

Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets. Brussels, 15.2.2001.

Itsesääntely

Arvopaperimarkkinayhdistys ry, ostotarjouskoodi 1.1.2014.

Arvopaperimarkkinayhdistys ry, ostotarjouslautakunnan työjärjestys 17.12.2012.

Nasdaq Helsinki Oy, pörssin säännöt 3.1.2018.

Internetlähteet ja -artikkelit

Arvopaperimarkkinayhdistyksen toiminta ja tehtävät,

<https://cgfinland.fi/arvopaperimarkkinayhdistys/> (viimeinen vierailu 12.1.2019).

Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n ostotarjouskoodin soveltaminen,

<https://cgfinland.fi/ostotarjouskoodi/ostotarjouskoodin-soveltaminen> (viimeinen vierailu 15.1.2019).

Arvopaperimarkkinayhdistys ry, raportointi ja valvonta, <https://cgfinland.fi/yleista-itsesaantelysta/raportointi-ja-valvonta/> (viimeinen vierailu 10.2.2019).

Euroopan unionin säädöstyypit, https://ec.europa.eu/info/law/law-making-process/types-eu-law_fi (viimeinen vierailu 29.10.2018).

Huovinen, Henri: Sijoittaja: Tunne listautumisen hyödyt ja haitat. Osakesäästäjien keskusliiton asiantuntija-artikkeli 2.6.2016, <https://www.osakeliitto.fi/uutiset/sijoittaja-tunne-listautumisen-hyodyt-haitat/> (viimeinen vierailu 27.10.2018).

Kilpailu- ja kuluttajaviraston yrityskaupparatkaisut 2018, <https://www.kkv.fi/ratkaisut-ja-julkaisut/kilpailuasiat/yrityskaupparatkaisut/2018/> (viimeinen vierailu 15.3.2019).

Lounasmeri, Sari: Pörssiin – miten ja miksi? Tilisanomien asiantuntija-artikkeli 23.8.2016, <https://tilisanomat.fi/talousohjaus/porssiin-miten-ja-miksi> (viimeinen vierailu 23.10.2018).

Suomen Lakimiesliitto - Finlands Juristförbund ry:n artikkeli: Itsesäntelyllä kohti joustavampaa säädösympäristöä. Julkaistu Lakimiesuutiset-verkkajulkaisussa 7.1.2014, <https://lakimiesuutiset.fi/itsesantelyll-kohti-joustavampaa-sdsymprist/> (viimeinen vierailu 1.11.2018).

Turunen, Antti: Ostotarjous on aina mahdollisuus. Pörssisäätiön asiantuntija-artikkeli 4.9.2017, <http://www.porssisaatio.fi/blog/2017/09/04/ostotarjous-on-aina-mahdollisuus> (viimeinen vierailu 7.11.2018).

Valtiovarainministeriön tietopankki, arvopaperimarkkinoiden toiminta,

<https://vm.fi/rahoitusmarkkinat/arvopaperimarkkinoiden-toiminta> (viimeinen vierailu 29.10.2018).

Muut lähteet

Pörssisäätiön grafiikka yritysten listautumisesta pohjoismaissa viime vuosina.

<http://www.porssisaatio.fi/blog/statistics/listautumiset-pohjoismaissa-viimevuosina/>

Lyhenteet

AML	arvopaperimarkkinalaki
ESMA	Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen
EU	Euroopan unioni
Fiva	Finanssivalvonta
HE	hallituksen esitys
KOM	komiteanmietintö
KKV	Kilpailu- ja kuluttajavirasto
LKR	laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä
MOK	määräys- ja ohjekokoelma
OikTL	laki varallisuus oikeudellisista oikeustoimista (oikeustoimilaki)
OYL	osakeyhtiölaki
VMA	valtiovarainministeriön asetus
vp	valtiopäiväesitys

1 JOHDANTO

1.1 Tutkimuksen kohde ja kysymyksenasettelu

Arvopaperimarkkinat ja julkinen kaupankäynti ovat lähempää tarkastelua ajatellen lähes ehtymätön tutkimusalue sääntelyn, valvonnan ja transaktioiden näkökulmasta. Arvopaperimarkkinat ovat taloudellisesti ajateltuna merkittävässä asemassa yritysten ja julkisyhteisöjen pääomanhankinnassa, rahoituksessa ja yritysjärjestelyjen toteuttamisessa. Arvopaperimarkkinoita voidaan kuvailla monimuotoiseksi talouden instrumentiksi, joilla toimivien tahojen kaupankäyntiin liittyvät motiivit ovat yhtä monimuotoisia kuin itse markkinatkin.¹ Taloudellisen hyödyn tavoittelu tai jo olemassa olevien omistuksien hallinnointi ovat kuitenkin lähtökohtaisesti markkinatoimijoiden perimmäisiä tarkoitusperiä arvopaperimarkkinoilla operoitaessa. Sijoittajien yhdenvertaisuuden ja läpinäkyvän kaupankäynnin tavoitteiden turvaamiseksi julkisen kaupankäynnin sääntely ja valvonta ovatkin olennaisen tärkeä osa markkinoiden toimintaa.

Arvopaperimarkkinoilla käytävä kaupankäynti on hyvin moninaista. Varmasti parhaiten tunnettu julkisen kaupankäynnin muoto on osakkeiden vaihdanta, jossa kyse on välillisen omistuksen siirtymisestä.² Yksittäisten, hieman pienempien transaktioiden lisäksi julkisen kaupankäynnin kohteena olevien osakkeiden vaihdantaa käytetään myös yritysjärjestelyjen toteuttamiseen vaikkapa siten, että ostajayhtiö tavoittelee kohdeyhtiön määräysvallan saavuttamiseen oikeuttavaa osakekantaa. Tällainen järjestely voidaan toteuttaa esimerkiksi julkisen ostotarjouksen avulla, joka yläkäsitteenä muodostaakin tämän tutkielman selkärangan. Julkisella ostotarjouksella tarkoitetaan tarjouksen tekijän kohdeyhtiön hallitukselle tekemää tarjousta joko osasta

¹ Arvopaperimarkkinoiden käsite on palautettavissa jo Adam Smithin 1700-luvulla julkaisemaan ajatukseen, jonka mukaan markkinat muodostuvat toisilleen ennalta tuntemattomista henkilökohtaista etua tavoittelevista henkilöistä, jotka ovat taloudellisessa kanssakäymisessä keskenään. *Easterbrook-Fischel* 1989, s. 8.

² Osakkeen tuoman omistusoikeuden ei voida katsoa olevan rinnastettavissa esimerkiksi eräistä yhteisomistussuhteista annetun lain tarkoittaman yhteisomistussuhteen mukaiseen todelliseen omistussuhteeseen yhtiössä, vaan osakkeen tuoma omistus on katsottavissa välilliseksi oikeudeksi yhtiövarallisuuteen ja omistus määräytyy lopulta yhtiöoikeudellisten säännösten ja yhtiöjärjestyksen kautta. Ks. *Pönkä* 2015, s. 44-45.

tai kaikista kohdeyhtiön osakkeista. Tarjouksen sisältö ja ehdot ovat pääsääntöisesti tarjouksen tekijän vapaassa harkinnassa arvopaperimarkkinalain (AML, 746/2012) asettamien rajojen mukaisesti, mutta tietyissä tapauksissa etenkin sijoittajansuojalliset säännökset rajoittavat kuitenkin julkisen ostotarjouksen tekemuotoa sekä sisällöllisiä аспекteja.³

Tässä tutkielmassa keskitytään tarkastelemaan juuri tätä arvopaperimarkkinoilla yleisesti hyödynnettävää yrityskaupan työkalua, julkista ostotarjousta. Mielenkiinnon kohteena ovat erityisesti kysymykset siitä, millä tavoin arvopaperimarkkinoiden ja julkisen ostotarjouksen sääntely on rakenteellisesti toteutettu ja millä tavoin säännökset ovat vuorovaikutuksessa toistensa kanssa, miten sijoittajien asema turvataan ostotarjoussäännöstöllä sekä kuinka näihin kysymyksiin liittyvät valvonta- ja seuraamusjärjestelmät ovat järjestetty julkisen ostotarjouksen osalta. Julkiset ostotarjoukset liittyvät vahvasti arvopaperimarkkinoiden toimintaan, jolloin julkisen kaupankäynnin ja markkinoiden hieman syvällisempi tarkastelu on myös eräs tämän tutkimuksen agendoista, joskin näiltä osin pitäydytään pääsääntöisesti tutkimuskysymysten mukaisesti säännösten ja markkinoiden rakenteellisissa kysymyksissä.

Julkisten ostotarjousten sekä arvopaperimarkkinoiden sääntelypohjan kokonaisuuden ja tarkoituserien lisäksi tutkielmassa kiinnitetään huomiota ostotarjouksilla toteutettavien yrityskauppojen etu- ja jälkikäteisvalvontaan, jolloin siirrytään varsinaisen kaupankäynnin ja yritysjärjestelyjen ulkopuolelle kilpailuoikeudelliseen ympäristöön. Julkisen kaupankäynnin viranomaistahoinen valvonta ja sääntely ovat markkinoiden itsesääntelykeinojen ohella merkittävässä asemassa kaupankäynnin läpinäkyvyyden sekä sijoittajansuojan varmistamisessa, mutta vaikutukset ulottuvat myös pidemmälle. Tasapuolisen kilpailun varmistaminen turvaa sijoittajien aseman lisäksi samalla tuotanto- tai jakeluportaalla toimivien yritysten yhdenvertaisen kilpailutilanteen. Tämän vuoksi pelkästään kaupankäynnin muotoa ja toteutusta koskevat säännökset eivät

³ Häyrynen-Kajala 2013, s. 291.

yksinään riittää, vaan yritysjärjestelyjen mahdollisia seurauksia markkinoille ja kuluttajille on myös säänneltävä ja valvottava tasapuolisen kilpailun varmistamiseksi.

Tutkimusympäristö on vahvasti yhtiö- ja arvopaperimarkkinaoikeudellinen, mutta kuten aikaisemmin on todettu, ostotarjouksilla voidaan eräissä tilanteissa aiheuttaa epätasapainoa markkinoille. Tämän vuoksi julkisten ostotarjousten arvopaperimarkkinaoikeudellisen valvonnan lisäksi on tärkeää huomioida myös kilpailuoikeuden alaan kuuluvan yrityskauppa- ja arvopaperimarkkinoita koskevan valvonnan merkitys julkisilla ostotarjouksilla suoritettavien yritysjärjestelyiden vaikutuksia tarkastellessa. Näin ollen toimintaympäristön voidaan havainnoida olevan hyvin moninainen sekä sääntelyn että valvonnan näkökulmasta.⁴ Eteenpäin tutkimuslinjan aikaansaamiseksi onkin tärkeää, että työ etenee loogisesti aina arvopaperimarkkinoiden ja julkisten ostotarjousten sääntelystä markkinoilla tapahtuvaan valvontaan asti.

1.2 Toimintaympäristö ja säädöspohja

Julkista ostotarjousta olisi mahdollista tarkastella monestakin eri tulokulmasta. Tällöin kuitenkin tutkielman viitekehys osoittautuisi helposti tarpeettoman laajaksi, eikä yksittäisiä asiakokonaisuuksia olisi mahdollista käsitellä kovinkaan laajasti. Tämän tutkimuksen otsikon mukaisesti tässä työssä käsittelen julkisen kaupankäynnin ja etenkin julkisten ostotarjouksen säädöspohjaa ja sääntelyn tarkoituksenmukaisuutta sijoittajansuojallisista lähtökohdista sekä näiden kokonaisuusien valvonta- ja sanktiomekanismeja suomalaisilla arvopaperimarkkinoilla. Ostotarjousten jaottelun osalta huomiota kiinnitetään erityisesti julkisia ostotarjouksia koskevaan lainsäädäntöpohjaan sekä markkinoiden itsesääntelykeinojen avulla tapahtuvaan, ostotarjouksien muotoa ja käyttöä koskevaan säännöstöön ja ohjeistukseen. Käytännössä tämä tarkoittaa arvopaperimarkkinaoikeudellisen, yhtiöoikeudellisen ja kilpailuoikeudellisen säädöspohjan tarkastelua ja osittaista vertailua työn edetessä.

⁴ Arvopaperimarkkinaoikeudellinen sääntely rinnastuu monilta osin yritysten kilpailullisia ulottuvuuksia koskevaan sääntelyyn. Kilpailuoikeuden ja arvopaperimarkkinaoikeuden välisessä suhteessa rajapinnat koskevat erityisesti markkinoiden toimivuuden valvontaa ja sijoittajien intressien suojaamista. Ks. *Palm* 2005, s. 276.

Varsinaisen ostotarjouksen suunnittelu ja toteutus nojaavat lähtökohtaisesti arvopaperimarkkinaoikeudelliseen säädöspohjaan, mutta myös sekä yhtiö- että kilpailuoikeudellisia seikkoja on huomioitava jo ostotarjousten suunnitteluvaiheessa sekä sijoittajan suojan varmistamiseksi että markkinoiden rakenteellisen tasapainon ylläpidon näkökulmasta. Säädöspohjan tarkastelussa eräs merkittävimmistä kysymyksistä on myös viranomaislähtöisen säännösten suhde markkinoiden itsesääntelyn keinoin tuotettuihin menettelykoodeihin ja muihin ohjeistuksiin.

Kotimaisen arvopaperimarkkinalakimme julkisia ostotarjouksia sääntelevä 11 luku noudattaa pitkälti Euroopan unionin (EU) vuonna 2004 antaman ostotarjousdirektiivin (direktiivi 2004/25/EY) yleisiä periaatteita, mutta yleisestä arvopaperimarkkinalakiin sellaisenaan implementoitujen säännösten linjasta poiketen julkisia ostotarjouksia koskevan direktiivin säännökset ovat suhteellisen yleisluontoisia ja jättävät yksityiskohtaisemman tapausharkinnan suurelta osin kansalliselle tasolle.⁵ Tämä tarkoittaa sitä, että jälkikäteisen tuomioistuinten ratkaisukäytännön lisäksi sekä lainsäätäjälle että markkinoiden itsesääntelyelimille on jätetty viimekätinen vastuu säännösten tapauskohtaisesta tulkinnasta ja näitä säännöksiä on myös mahdollista täydentää ja täsmentää kansallisella tasolla. Euroopan unionin vaikutus jäsenmaidensa kansallisiin lainsäädäntöihin on muitakin oikeudenaloja ajatellen merkittävä, mutta painotukset vaihtelevat oikeudenalasta riippuen. Arvopaperimarkkinoiden toiminta on ylikansallisen merkityksensä vuoksi varmastikin yksi EU-tasolla yleisimmin harmonisoiduista säännöstöistä.

Tämän työn osalta merkittävänä säädöksinä voidaan AML:n lisäksi pitää julkisten ostotarjousten vaikutusarvioinnin osalta osakeyhtiölakia (OYL, 624/2006) sekä yritysjärjestelyjen etu- ja jälkikäteisvalvonnan osalta finanssivalvonnasta annettua lakia (878/2008) ja kilpailulakia (948/11). Finanssivalvontaa koskevia säännöksiä lukuun ottamatta nämä ovat esimerkkejä sellaisista kansallisista lainsäädännöistä, joissa EU-oikeudella on ollut suuri vaikutus lain sisältöä valmisteltaessa, mutta jotka eivät sisältönsä puolesta ole suoraan implementoitu ylikansallisista direktiiveistä tai

⁵ Häyrynen-Kajala 2013, s. 292.

asetuksista. Vuoden 1997 osittaisuudistuksessa osakeyhtiölaki saatettiin vastaamaan Euroopan yhteisön lainsäädäntöä, mutta lain yksityiskohtainen sisältö on saanut muotonsa kansallisessa lainvalmistelussa.⁶ Kilpailulaki sen sijaan säädettiin vuonna 2011 korvaamaan aikaisempi, epäloogisena ja tulkinnanvaraisena pidetty kilpailunrajoituslaki. Lain keskeisimmät uudistukset liittyvät seuraamusjärjestelmään, vahingonkorvauksiin, yrityskauppa- ja menettelyllisiin seikkoihin. Muutoksesta huolimatta nykyinen kilpailulakimme mukailee osakeyhtiölain lailla EU:n asettamia säännöksiä ja terminologiaa, mutta eräitä poikkeuksia lukuun ottamatta laki on saanut sanamuotonsa ja sisältönsä monelta osin kansallisen tarveharkinnan tuloksena.⁷

Viranomaissäännösten lisäksi markkinoiden itsesääntelyllä on suuri vaikutus julkisten ostotarjousten toteuttamiseen sekä yleisemminkin arvopaperimarkkinoiden toimintaan. Markkinoiden itsesääntelyllä tarkoitetaan viranomaistahoista erillään olevien yhteenliittymien ja yhteisöjen asettamia yleisiä markkinatoimijoille osoitettuja sääntöjä ja ohjeistuksia. Nämä säännöt ja ohjeistukset eivät ole verrattavissa viralliseen markkinasääntelyyn esimerkiksi sitovuutensa osalta, mutta itsesääntelyllä on kuitenkin merkittävä asema markkinoita koskevan lainsäädännön täydentämisessä. Itsesääntelyn avulla markkinoilla toimivat yritykset ja yhteenliittymät saavat mahdollisuuden itse osallistua kaupankäyntiä koskevan ohjeistuksen täsmentämiseen esimerkiksi yleissitovia ja kaupankäyntiä koskevia ohjeistuksia tai suosituksia antavan yhdistyksen kautta.

Julkisten ostotarjousten osalta merkittävin itsesääntelyelin on Arvopaperimarkkinayhdistys, joka toimii arvopaperimarkkinain 11 luvun 28 §:n mukaisena itsesääntelytoimielimenä. Arvopaperimarkkinayhdistyksen tärkein julkisiin ostotarjouksiin liittyvä tehtävä on ylläpitää julkisissa ostotarjouksissa noudatettavaa ostotarjouskoodia. Tämä koodisto sisältää markkinatoimijoille suunnattuja ohjeistuksia ostotarjousten muodollisista ja laadullisista seikoista. Yhdistyksen ydinalueeseen kuuluu tasapuolisten ja yhdenmukaisten toimintamallien kehittäminen markkinoiden

⁶ HE 109/2005 vp, s. 9.

⁷ HE 88/2010 vp, esityksen tavoitteet ja keskeiset ehdotukset, alkaen s. 38.

kaupankäyntiä ajatellen, joka osaltaan on omiaan lisäämään markkinoilla tapahtuvan kaupankäynnin läpinäkyvyyttä ja yhdenvertaisuutta.⁸

1.3 Aiheen rajausta, tutkimuksen rakenne ja metodi

Tämän tutkielman pääasiallinen tarkoitus on selvittää julkisiin ostotarjouksiin liittyvän lainsäädäntöpohjan keskinäisiä suhteita sekä itse ostotarjousta yritysjärjestelyiden instrumenttina. Transaktioihin liittyvän valvonnan ja hankkeiden hyväksynnän osalta huomiota kiinnitetään kilpailuoikeudelliseen sääntöön ja etenkin yrityskauppavalvonnan merkitykseen yritysten tulevaisuudensuunnitelmien täytäntöönpanossa. Työn rakenne noudattaa pääasiallisesti mainittua järjestystä siten, että luvussa 2 tarkastellaan arvopaperimarkkinoiden rakenteita ja markkinoiden jäsentyneisyyttä yleisellä tasolla. Luvun tarkoituksena on luoda kokonaiskuva tutkimuksen toimintaympäristöstä, sillä arvopaperimarkkinoiden sääntelyrakenteesta voidaan havaita löytyvän hyvinkin paljon samankaltaisuuksia julkisten ostotarjousten säädöspohjaan.

Tämän jälkeen luvussa 3 siirrytään tarkastelemaan lähemmin markkinoiden erityisen kaupankäyntimuodon eli julkisen ostotarjouksen sääntelyä. Ostotarjousten sääntelyn osalta tutkitaan erityisesti säännösten rakenteellisia seikkoja. Arvopaperimarkkinoiden yleisen sääntelypohjan lailla julkisia ostotarjouksia koskeva sääntö on jaettavissa erilaisiin osioihinsa sen mukaan, millä tavoin kulloinkin huomioon otettava säännös on annettu. Kaikki julkisia ostotarjouksia tai markkinoiden muita toimintoja koskevat menettelylliset ohjeistukset eivät ole viralliskoneiston tuottamia säännöstöjä, vaan osa huomioon otettavista säännöksistä muotoutuu markkinatoimijoiden itsensä keskuudessa. Luvussa selvennetään näiden järjestelmien keskinäisiä suhteita ja paneudutaan kyseessä olevien säännösten soveltamisaloihin ja keskinäisiin suhteisiin.

⁸ Arvopaperimarkkinayhdistyksen toiminta ja tehtävät, <https://cgfinland.fi/arvopaperimarkkinayhdistys> (viitattu 10.10.2018).

Luvussa 4 keskitytään tarkastelemaan niitä arvopaperimarkkinaoikeudellisia säännöksiä, joiden ensisijainen tarkoitus on turvata sijoittajien asemaa julkisten ostotarjousten aikana. Etenkin julkista ostotarjousta pääasiallisesti sääntelevän AML 11 luvun säännöksistä voidaan löytää erityisesti sijoittajansuojan varmistamiseen tähtäviä tarkoituksia. Sijoittajien tasavertainen kohtelu kaupankäynnissä on kuitenkin vain yksi ostotarjouksia koskevien säännösten tavoitteista. Tämän vuoksi sellaisia lainkohtia, joiden tarkoituksena on muilta osin turvata markkinoiden toimintaa, ei käsitellä. Julkisten ostotarjousten osalta sijoittajansuojan ulkopuolelle ulottuvia kokonaisuuksia ovat esimerkiksi ostotarjouksen julkistamiseen tai maksettavan vastikkeen arvonmääritykseen liittyvät kysymykset ja arvopaperimarkkinaoikeudelliset säännöt.

Tutkielman kolmas pääasiallinen aihealue liittyy markkina- ja yhtiöoikeuden lisäksi kilpailuoikeudelliseen aineistoon. Ostotarjousten taustalla vaikuttavien säännösten ja itse tarjousten vaikutusten lisäksi valvonnalla on tärkeä ensi- ja jälkikäteinen vaikutus markkinoiden avoimuuden ja oikeudenmukaisen toiminnan turvaamisessa. Jälkikäteisvalvonnan lisäksi kilpailuoikeudellinen säännöstö mahdollistaa myös ennakkollisen kontrollin esimerkiksi siten, että vaikkapa tietyn maantieteellisen alueen osalta samalla tuotanto- tai jakeluportaalla toimivien yhtiöiden yrityskaupoille voidaan esimerkiksi asettaa ehtoja tai jättää nämä kokonaan hyväksymättä, mikäli tämä johtaisi alueen kilpailutilanteen vääristymiseen kyseisellä toimialalla. Luvussa 5 paneudutaankin yrityskauppojen valvonta- ja seuraamusjärjestelmän toimintaan julkisella ostotarjouksella suoritettavien yritysjärjestelyiden osalta.

Arvopaperimarkkinoiden ja julkisen ostotarjouksen sääntelyrakenteen ja -pohjan systemaattinen tarkastelu on markkinoilla vaikuttavan oikeusjärjestyksen tutkimusta puhtaimmillaan. Tämän tutkimuksen metodi onkin vahvan oikeusdogmaattinen eli voimassaolevan oikeuden sisältöä tulkitseva ja systematisoiva.⁹ Julkisia ostotarjouksia koskevan viranmaislähtöisen normimateriaalin lisäksi tähän markkinakaupankäynnin

⁹ Oikeusdogmatiikan eli lainopin keskiössä ovat kysymykset voimassa olevan oikeuden sisällöstä ja asetettujen normien tulkinnasta. Metodi ei kuitenkaan rajoitu käsittämään vain lainsäädäntöä, vaan tutkimusalue käsittää varsinaisten säädösten lisäksi oikeuslähteet ja näiden välisen hierarkian. Oikeusdogmatiikan tehtävänä on selvittää voimassa olevan oikeuden sisältöä etenkin tulkintakannanottojen avulla. Ks. *Hirvonen* 2011, s. 23.

erityismuotoon liittyy vahvasti myös markkinatoimijoiden tuottamia, yleissitovuuteen perustuvia säännöksiä. Tämän vuoksi ostotarjouksia ja yleisimminkin markkinoiden toimintaa ohjaava oikeusjärjestys koostuukin monista eri tasoista säännöistä ja ohjeista, jotka ovat viime kädessä kuitenkin antotavastaan riippumatta palautettavissa lainsäädäntöön. Näiden sääntöjen tulkinta ja systematisointi on tämän tutkimuksen metodiopillisena lähtökohtana läpi työn.

2 MARKKINAT OSTOTARJOUSTEN TAUSTANA

2.1 Arvopaperimarkkinoiden rakenne

Arvopaperimarkkinoista voidaan erottaa monenlaisia tasoja. Valitusta tulokulmasta riippuen markkinoiden rakennettakin voidaan kuvata hyvinkin erilaisilla tavoilla, mutta tämän tutkielman relevanssin mukaisesti markkinoiden rakenteelliset ulottuvuudet kuvataan osakekauppaa silmällä pitäen. Julkisten ostotarjousten taustalla vaikuttavan viranomais- ja itsesääntelyn tarkempi tutkimus edellyttää myös toimintaympäristön tuntemista, jolloin on tärkeää hahmottaa arvopaperimarkkinaoikeudellinen kokonaiskuva ja viitekehys säännöspohjan tarkastelulle. Arvopaperimarkkinat luovat tämän viitekehysten, mutta yksityiskohtaista ja kattavaa markkinoiden varsinaisen toiminnan tarkastelua tärkeämpää on erottaa arvopaperimarkkinoiden rakenteellisia ominaisuuksia sekä markkinaoikeudellisen sääntelyn erilaisia tasoja.

Arvopaperimarkkinoihin luetaan kuuluviksi useita eri markkina-alueita, kuten rahoitus- ja pääomamarkkinat, käteismarkkinat ja johdannaismarkkinat.¹⁰ Rahoitus- ja pääomamarkkinoista kuitenkin vain sellaiset osat katsotaan osaksi arvopaperimarkkinoita, joilla rahoituksen tai pääoman hankinta tapahtuu vaihdantakelpoisten arvopapereiden välityksellä. Vaihdantakelpoisuuden vaatimus arvopaperiksi katsottavan sijoitusinstrumentin edellytyksenä on otettu suoraan AML 2

¹⁰ *Sillanpää* 1994, s. 68.

luvun 1 §:n määritelmään lain tarkoittamasta arvopaperista.¹¹ Kyseisen lainkohdan mukaan arvopaperilla tarkoitetaan juuri sellaista rahoitusvälinettä, joka on vaihdantakelpoinen ja joka on saatettu tai saatetaan yleiseen liikkeeseen samansisältöisistä oikeuksista annettujen arvopaperien kanssa. Tällöin esimerkiksi keskuspankkiluotot tai pankkitalletukset eivät ole laskettavissa osaksi arvopaperimarkkinoita.¹² Arvopaperien vaihdantakelpoisuusvaatimuksesta johtuen myöskään sellaiset kauppakirjat, lainatodistukset tai omistukset, jotka tuottavat varallisuutta vain suljetun piirin sisällä yksittäisille henkilöille tai yhteisöille, ei ole katsottavissa osaksi varsinaisia arvopaperimarkkinoita. Tällaisia ovat esimerkiksi sellaiset yksityisen osakeyhtiön ääni- ja hallinnointioikeuksiin oikeuttavat osakekirjat, jotka eivät ole julkisen kaupankäynnin kohteena. Rahoitus- ja pääomamarkkinoita voitaneen vaihdantakelpoisuusrajoituksista huolimatta kutsua varsinaisiksi arvopaperimarkkinoiksi, sillä etenkin näillä markkinoilla vaihdannan pääasiallisina instrumentteina käytetään rahallisen arvon omaavien sopimusten ja muiden vaihdantavälineiden sijasta varsinaisia arvopapereita.¹³

Rahoitus- ja käteismarkkinoilla vaihdannan kohteena ovat tyypillisesti pörssiyhtiöiden erilaiset osakkeet sekä muut arvopaperit. Esimerkiksi johdannaismarkkinoilla sen sijaan kaupan kohteena ovat perinteisten osakkeiden ja näihin oikeuttavien arvopapereiden sijasta sopimukset, joiden arvo määräytyy esimerkiksi osakkeen tai hyödykkeen arvoon tietynä ajankohtana.¹⁴ Johdannaissopimukset ovat siis riippuvaisia tulevista tapahtumista tai sopimuksen kohteena olevan hyödykkeen arvonmuutoksista tietyllä aikavälillä. Varsinaisilla arvopaperimarkkinoilla ja johdannaismarkkinoilla käytettävien taloudellisten instrumenttien erot voidaan näin ollen eritellä karkeasti siten, että osakekaupassa transaktion kohteena olevat osakkeet tai näihin oikeuttavat arvopaperit vaihtavat omistajaa kaupantekohetkellä kurssinmukaisella hinnalla, mutta

¹¹ AML:n mukaisen siirtokelpoisen arvopaperin käsite perustuu rahoitusvälineiden markkinoista annettuun direktiiviin (MiFID 2004/39/EY), joskaan määritelmä ei pidä sisällään arvopaperin siviilioikeudellisia piirteitä. Siviilioikeudellisesti arvopaperilla tarkoitetaan asiakirjaa, jonka hallinta on asiakirjan tuottaman oikeuden käyttämisen edellytys. Arvopaperin käsite ei kuitenkaan rajaudu koskemaan vain fyysisiä asiakirjoja, vaan määritelmä ulottuu myös esimerkiksi arvopaperitileille. Ks. HE 32/2012 vp, s. 101-102.

¹² Astola 1990, s. 2.

¹³ Sillanpää 1994, s. 68.

¹⁴ Astola 1990, s. 2.

johdannaissopimuksen vaikutukset realisoituvat vasta myöhemmin sopimuksessa mainittuna ajankohtana.¹⁵ Tämän työn osalta pitäydytään kuitenkin pääsääntöisesti osakekauppaan liittyvissä kysymyksissä markkinoiden ja arvopaperin käsitteiden monimuotoisuudesta huolimatta.

Arvopaperimarkkinoiden rakenteeseen liittyy vahvasti myös ensi- ja jälkimarkkinoiden käsitteet. Ensimmäisillä pääomaa tarvitsevat yritykset ja yhteisöt laskevat liikenteeseen arvopapereitaan halukkaiden sijoittajien merkittäviksi, mutta ensimmäisillä ei varsinaisesti käydä vielä kauppaa arvopapereilla. Näillä markkinoilla kyse on liikkeeseenlaskijan pääomanhankinnasta, joka voi olla esimerkiksi oman pääoman ehtoinen osakeanti tai vierasta pääomaa edustava pankkilaina. Ensimmäisillä osapuolten välille syntyy näin ollen joko oman pääoman osalta omistus- tai osakassuhde ja vieraan pääoman kohdalla velkasuhde.¹⁶ Tämän vuoksi osapuolia kutsutaan tässä vaiheessa vielä liikkeeseenlaskijaksi ja merkitsijäksi, ei ostajaksi ja myyjäksi.¹⁷ Ensimmäisimarkkinoiden sijasta varsinainen sijoituskaupankäynti liikkeeseen lasketuilla arvopapereilla tapahtuu jälkimarkkinoilla. Tällöin kyse ei enää ole arvopaperit liikkeeseen laskeneen yrityksen pääomanhankinnasta, vaan jälkimarkkinoilla sijoittavat käyvät keskenään kauppaa arvopapereilla. Etenkin osakekaupoista puhuttaessa viitataan useimmiten juuri jälkimarkkinoilla tapahtuvaan sijoittajalta sijoittajalle -tyyppiseen kaupankäyntiin, ei niinkään yritysten pääomanhankintaan ensimmäisimarkkinoilta. Ensi- ja jälkimarkkinat ovat erittäin läheisesti kytkeytyneet toisiinsa, sillä toimivat ensimmäisimarkkinat ovat tehokkaiden jälkimarkkinoiden edellytys.¹⁸

¹⁵ Johdannaissopimuksia ei voida laskea varsinaisiksi arvopapereiksi siirtokelvottomuutensa vuoksi, eli tällaisia sopimuksia ei ole mahdollista siirtää suoraan sijoittajalta sijoittajalle. *Astola* 1990, s. 4.

¹⁶ *Hoppu* 2004, s. 24.

¹⁷ *Astola* 1990, s. 2.

¹⁸ Jo vuoden 1992 hallituksen esityksessä eduskunnalle arvopaperilain muuttamiseksi todetaan ensi- ja jälkimarkkinoiden edellyttävän tehokkuutta toinen toisiltaan. Ks. HE 318/1992 vp, s. 4.

2.2 Markkinatoimijat ja kaupankäyntijärjestelmät

Suomessa osakeyhtiöt voivat olla yhtiömuodoiltaan joko yksityisiä tai julkisia. Yksityisten osakeyhtiöiden omistukseen ja äänivaltaan vaikuttavat osakkeet eivät ole yleisen markkinaspekulaation alaisia, vaan yleensä kyse on esimerkiksi perheyriyksistä, joissa yhtiön omistuspohja halutaan pitää lähipiirin hallinnassa. Yksityisen ja julkisen osakeyhtiön toinen merkittävä ero on yrityksen pääoman määrä. OYL 1 luvun 3 § edellyttää julkisilta yhtiöiltä 80 000 euron vähimmäisosakepääomaa, kun taas yksityisen osakeyhtiön perustamiseen vaadittavan pääoman alaraja on säädetty 2500 euroon. Kyseinen jaottelu on tärkeää hahmotettaessa tämän tutkimuksen pääasiallisia tavoitteita, sillä pörssinoteerattuja julkisia osakeyhtiöitä ja niiden toimintaa säännellään monilta osin eri tavoilla ja erilaisista lähtökohdista kuin yksityisiä osakeyhtiöitä.¹⁹ Arvopaperimarkkinoilla käytävän osakekaupan kohteena ovat myös ainoastaan noteerattujen yhtiöiden liikkeeseen laskemat arvopaperit, joita saattaa olla useita eri sarjoja esimerkiksi äänivallan käyttöön tai osingonjakoon liittyen.

Miksi sitten yritys valitsee listautumisen yksityisen omistuspohjan sijasta? Julkisten osakeyhtiöiden kohdalla osakkeiden vaihdantaan liittyvät seikat poikkeavat täysin yksityisistä yhtiöistä. Julkiset osakeyhtiöt ovat pörssinoteerattuja yrityksiä, joiden osakkeet ovat julkisen kaupankäynnin kohteena säännellyillä markkinoilla tai monenkeskisissä kaupankäyntijärjestelmissä.²⁰ Listautumisen syitä voi olla tilanteesta riippuen useitakin, mutta pääasiallisesti yleisin kannustin lienee oman pääoman ehtoisen rahoituksen tarve yrityksen tulevaisuutta koskevien suunnitelmien toteuttamiseksi.²¹ Nämä suunnitelmat tähtäävät useimmiten yrityksen kasvuun ja muihin laajentumiseen

¹⁹ Yhtiömuotojen välisen sääntelyn eroavaisuudella tarkoitetaan tässä tilanteessa julkisia yhtiöitä koskevia arvopaperimarkkinaoikeudellisia säännöksiä. Sen sijaan esimerkiksi markkinoiden rakenteelliseen valvontaan liittyviä kilpailuoikeudellisia yrityskauppavalvontasäännöksiä sovelletaan yhtenäisesti yhtiömuodosta riippumatta. Ks. *Aalto-Setälä – Aine – Lehto – Piekkala – Stenborg – Virtanen* 2016, s. 465.

²⁰ Kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetun lain 2 luvun määritelmien mukaan säännellyllä markkinalla tarkoitetaan järjestelmää, rahoitusvälineitä koskevat osto- ja myynti tarjoukset saatetaan markkinan ylläpitäjän asettamien sääntöjen mukaisesti yhteen siten, että tuloksena rahoitusvälineen sitova kauppa. Monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä sen sijaan on kyseessä silloin, kun tällainen kaupankäynti tapahtuu muutoin kuin säännellyllä markkinalla.

²¹ Pörssiäätiön toimitusjohtaja Sari Lounasmeri luo katsauksen listautumisen syistä Tilisanomien asiantuntija-artikkelissaan *Pörssiin – miten ja miksi?* <https://tilisanomat.fi/talousohjaus/porssiin-miten-ja-miksi> (viitattu 23.10.2018).

liittyviin toimenpiteisiin. Nämä kasvu- ja laajentumissuunnitelmat ovat usein luonteeltaan sellaisia, että ainoastaan vieraan pääoman käyttäminen asetettujen tavoitteiden saavuttamiseksi olisi joko fyysisesti mahdotonta tai aiheuttaisi yritykselle liiketaloudellisesti ajatellen kestävämmän kulurakenteen.

Oman pääomainen ehtoinen rahoitus listautumisen kautta tarjoaa myös pitkäaikaisen rahoituskanavan silloin, kun yrityksen tulevaisuus vaikuttaa lupaavalta ja sijoituskohteelta. Laajentumisen ja kasvun rahoituksen helpottumisen lisäksi listautuminen parantaa yrityksen arvonnäilytykseen liittyviä seikkoja. Pörssiyrityksen osakkeet ovat julkisen kaupankäynnin kohteena, ja tämä takaa osakkeelle jatkuvan ja näkyvän arvonnäilytyksen.²² Listautumisen ansiosta myös osakkeiden likviditeetti paranee. Likviditeetti vaikuttaa suoraan yrityksen markkina-arvoon ja omistajien mahdollisuuksiin hajauttaa sijoituksiaan tehokkaammin.²³ Tällöin esimerkiksi julkisen ostotarjouksen suunnittelijalla on konkreettinen mahdollisuus arvioida kohdeyhtiön markkina-arvoa ja näin tarjouksen sisältöä sekä vastiketta.

Listautumisen positiivisten syiden lisäksi voidaan kuitenkin löytää myös noteeraukseen kytkeytyviä haittoja. Pörssiyrityksiä koskee toiminnan laajuuden vuoksi luonnollisesti tiukemmat säädökset kuin yksityisiä osakeyhtiöitä. Tiukemmalla sääntelyllä tarkoitetaan tässä kohdin kattavampaa säännösten kirjoa, jonka noudattaminen ja huomioon ottaminen kuormittaa ja jäykistää yrityksen hallintoa. AML edellyttää pörssiyrityksiltä muun muassa kattavaa raportointia ja tiedonantoa. Hallinnollisten seikkojen lisääntyminen kasvattaa johdonmukaisesti myös yrityksen kulurakennetta. Kattava sääntely, tiedonantovelvollisuudet ja pörssiyrityksiä koskevat valvonnalliset seikat aiheuttavat myös sen, että poikkeavuudet alan käytännöistä ja normeista tulevat julkisiksi ja saattavat vahingoittaa yhtiötä.²⁴ Listautumisen hyötynä mainittu osakkeiden likviditeetin kasvu voidaan myös kääntää ympäri ja nähdä toisaalta haittana, sillä

²² Sillanpää 1994, s. 71.

²³ Henri Huovisen asiantuntija-artikkeli *Sijoittaja: tunne listautumisen hyödyt ja haitat*. <https://www.osakeliitto.fi/uutiset/sijoittaja-tunne-listautumisen-hyodyt-haitat/> (viitattu 26.10.2018).

²⁴ AML 6 luvun tiedonantovelvollisuuksia koskevat säännökset velvoittavat liikkeeseenlaskijan julkistamaan muun muassa arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavat tiedot. Olennaisesti arvopaperin arvoon vaikuttavia asioita voivat olla esimerkiksi oikeudenkäynnit tuomioistuimissa.

pörssiyhtiön osakkeet ja tätä kautta yritys itsessään on käytännössä jatkuvasti myynnissä, mikä saattaa johtaa ennalta-arvaamattomiin omistuspohjan muutoksiin.²⁵

Julkisten osakeyhtiöiden omistuspohjaa koskevat ennalta-arvaamattomat muutokset saattavat aiheuttaa kohdeyhtiöstä riippuen hyvinkin kauaskantoisia vaikutuksia markkinoiden ja sijoittajien toimintaa ajatellen. Pörssinoteerattuja yhtiöitä koskevat yrityskaupat saattavat vaikuttaa esimerkiksi toimialakohtaisesti hyvinkin suuresti markkinoiden tasapainoon tietyllä maantieteellisellä alueella, jonka vuoksi sekä markkinoiden että yksittäisten kaupankäyntimuotojen monipuolinen sääntely ja valvonta on tärkeää kaupankäynnin sujuvuuden ja läpinäkyvyyden varmistamiseksi.²⁶ Tämän tutkielman osalta erilaisten kilpailuvaikutusten arviointi ei ole kuitenkaan tarkoituksenmukaista, vaan kilpailuoikeudellisten kysymysten osalta pitäydytään valvonnan merkityksessä kilpailuhaittojen ehkäisemisessä.²⁷

Arvopaperimarkkinoilla tapahtuvaa kaupankäyntiä ei voida kuitenkaan yksilöidä tai käsitellä kaavamaisesti yhtenä kokonaisuutena sääntelyn näkökulmasta. Tämä johtuu siitä, että varsinkin julkisia osakeyhtiöitä koskevat yritysjärjestelyt ovat hyvin tilannekohtaisia ja omaavat usein jokaista yksittäistä kauppaa koskevia erityisedellytyksiä ja -olosuhteita. Tästä syystä yksityiskohtaisen lainsäädännön ulottaminen jokaiseen erityistilanteeseen ei ole tarkoituksenmukaista, vaan kaupankäyntiä ja markkinoita koskeva sääntely on rakennettu eräänlaiseksi sekoitukseksi viranomaisten ja itse markkinoilla toimivien organisaatioiden antamista säännöistä ja ohjeistuksista.²⁸

²⁵ Henri Huovisen asiantuntija-artikkeli *Sijoittaja: tunne listautumisen hyödyt ja haitat*. <https://www.osakeliitto.fi/uutiset/sijoittaja-tunne-listautumisen-hyodyt-haitat/> (viitattu 27.10.2018).

²⁶ Kilpailuvaikutuksista yleisesti ks. esim. *Kuoppamäki* 2005, s. 238-242.

²⁷ Julkisilla ostotarjouksilla suoritettavien yrityskauppojen valvonnan merkityksestä ja seuraamusjärjestelmän toiminnasta ks. tutkielman luku 5.

²⁸ *Hoppu* 2004, s. 31-32.

2.3 Viranomaissääntely arvopaperimarkkinoilla

Arvopaperimarkkinoiden viranomaissääntely on Suomessa suhteellisen nuorta ottaen huomioon ajanjakson, jonka aikana arvopaperikauppaa on kansallisella tasolla kuitenkin harjoitettu. Ennen varsinaista, ainoastaan markkinoille suunnattua sääntelyä arvopaperimarkkinamme olivat pitkään omien toimijoidensa antamien ohjeiden sekä yleisten velvoite-, sopimus-, yhtiö- ja kauppaoikeuden sovelletun sääntelyn varassa.²⁹ Pääomamarkkinoiden kasvun ja arvopaperikaupan yhteiskunnallisen merkityksen lisääntymisen vuoksi tarkempi markkinasääntely oli kuitenkin yhdenvertaisuuden sekä markkinoiden läpinäkyvyyden ja tehokkaan toiminnan turvaamiseksi välttämätöntä ja ensimmäinen markkinavaihdantaa erityisesti sääntelevä arvopaperimarkkinalaki annettiin vuonna 1989.³⁰ Tämän jälkeen sääntelyä on kehitetty ja uudistettu useaan kertaan erilaisten kansallisten ja ylikansallisten vaatimuksien mukaisesti.

Nykyisin kotimaiset arvopaperimarkkinamme ovat erittäin säänneltyt. Viranomaispohjaisesta markkinasääntelystä on erotettavissa kaksi eri tasoa, jotka kuitenkin kytkeytyvät vahvasti toisiinsa: EU-sääntely ja kansallinen sääntely. Euroopan unionin tuottaman sääntelyn ensisijainen tarkoitus on harmonisoida jäsenvaltioiden kansallisia arvopaperimarkkinoita koskevia säädöksiä. Harmonisoinnin lähtökohtaisena tavoitteena on luoda EU-jäsenvaltioiden arvopaperimarkkinoita koskevat yleiset sääntelykehykset, mutta antaa jäsenvaltioille kuitenkin liikkumatilaa kansallisen lainsäädännön turvin tapahtuvalle sääntelyn täydentämiselle ja täsmentämiselle.³¹ Useimmat kotimaiset arvopaperimarkkinoita koskevat säädöksemme perustuvatkin EU-sääntelyyn, mutta osaa EU:n antamista säännöksistä sovelletaan sellaisenaan ilman kansallista täytäntöönpanoa.³² Tämä tarkoittaa käytännössä sitä, että samaan yksilöityyn tilanteeseen saattaa soveltua säännöksiä sekä kansallisista että ylikansallisista säännöstoista. Pääasiallisesti jaon perusteena on EU:n antaman säännöksen luonne, eli minkälaisesta oikeusohjeesta kulloinkin on kysymys. Esimerkiksi direktiiveillä

²⁹ *Hoppu* 2004, s. 28.

³⁰ *Häyrynen-Kajala* 2013, s. 17.

³¹ HE 6/2006 vp, s. 52.

³² Valtiovarainministeriön tietopankki arvopaperimarkkinoista, <https://vm.fi/rahoitusmarkkinat/arvopaperimarkkinoiden-toiminta> (viitattu 29.10.2018).

asetetaan tavoitteet, joihin pääseminen edellyttää usein kansallisen lainsäädännön muuttamista. Asetukset sen sijaan ovat suoraan voimassa olevaa oikeutta, jolloin erillisiä kansallisia toimenpiteitä ei välttämättä vaadita.

Finanssimarkkinoita koskevaa EU-säännöstöä tuotetaan neliportaiseen, Lamfalussy-prosessiksi kutsuttuun järjestelmään perustuen.³³³⁴ EU:n eri toimielinten tuottamat arvopaperimarkkinoita koskevat direktiivit, asetukset ja ohjeet ovat tässä prosessissa jaettu neljään eri tasoon siten, että ensimmäisen tason muodostaa Euroopan parlamentin, komission tai neuvoston antama direktiivi tai asetus. Toinen taso pitää sisällään Euroopan komission ja Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen (ESMA) säädösvallan siirtoon ja täytäntöönpanosäännöksiin liittyvät seikat ja etenkin säädösvallan siirron perusteella annetut säännökset. Kolmannella tasolla ovat ESMA:n antamat suositukset ja ohjeet sekä kansallisten valvontaviranomaisten välinen yhteistyö. Neljäs taso merkitsee komission tehostettua täytäntöönpanoa, eli aikaisempien ja etenkin tasojen 1 ja 2 sääntelyn kansallisen täytäntöönpanon valvontaa ja tarvittaessa asiaan kuuluvia toimenpiteitä.³⁵

On kuitenkin huomattava, että kaikkia EU:n antamia arvopaperimarkkinoita koskevia säännöksiä ja ohjeita ei saateta voimaan tai muutoin huomioida yhtäläisillä menettelytavoilla. Säännösten voimaantulo ja noudattaminen riippuu ensisijaisesti siitä, millaiseen lopputulokseen annetulla säännöksellä pyritään. Jotkin näistä, kuten komission antamat asetukset, ovat suoraan voimassa olevaa oikeutta sellaisenaan voimaantuloajankohdastaan alkaen. Direktiivit taas velvoittavat jäsenvaltiot saavuttamaan säädöksessä asetetut tavoitteet, mutta käytettävät keinot jätetään jäsenvaltioiden päätettäväksi.³⁶ Näiden lisäksi esimerkiksi ESMA antaa arvopaperimarkkinoiden käytäntöjä koskevia ohjeistuksia, mutta nämä eivät

³³ Häyrynen-Kajala 2013, s. 24.

³⁴ Lamfalussy-prosessikehikko syntyi EU:n rahoitusmarkkinalainsäädännön sääntelyprosessin kehittämistarvetta vuonna 2001 tutkineen komitean loppuraportin ehdotusten perusteella (Final Report of The Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets), jossa ehdotettiin neliportaista sääntelykehikkoa arvopaperimarkkinoille suunnatun säännösten antamiseksi. Ks. esim. Häyrynen-Kajala 2013, s. 24-26.

³⁵ Häyrynen-Kajala 2013, s. 24-26.

³⁶ EU:n säädöstyypit, https://ec.europa.eu/info/law/law-making-process/types-eu-law_fi (viitattu 29.10.2018).

sellaisenaan velvoita sitovasti jäsenvaltioita, vaan ESMA:n ohjeista ja suosituksista on mahdollista poiketa perustellusta syystä.³⁷

Arvopaperimarkkinoiden kannalta merkittävimmät ja suoraan voimassa olevaa oikeutta edustavat EU-säännökset ovat Suomessa saatettu voimaan enimmäkseen implementoimalla säännökset kansalliseen lainsäädäntöömme. Esimerkiksi julkisia ostotarjouksia koskeva direktiivi (2004/25/EY) on sisällytetty lähes sellaisenaan arvopaperimarkkinalakiin.³⁸ Tämä ei kuitenkaan tarkoita sitä, että arvopaperimarkkinoita koskeva lainsäädäntö olisi täysin identtistä eri jäsenvaltioissa. EU-sääntelyä voidaan pikemminkin kuvata hyvin yleisluontoiseksi kehikoksi, jota kansalliset säännökset täydentävät kunkin jäsenvaltion erityisedellytysten mukaisesti.³⁹ Arvopaperimarkkinoiden toimintaa ja toimijoita koskevat keskeisimmät säädökset pohjautuvat vahvasti EU-sääntelyyn juuri siksi, että finanssiala on luonteeltaan valtionrajojen ulkopuolelle ulottuvaa ylikansallista toimintaa. Tämä on huomattavissa muun muassa arvopaperimarkkinoita koskevien kansallisten erillislakien valmisteluvaiheiden kannanotoissa tai hallituksen esityksissä, joissa usein todetaan uudistus- tai lainsäädäntötarpeen johtuvan muiden mahdollisten epäkohtien lisäksi EU-oikeuden muuttuneista vaatimuksista.⁴⁰

Suoraan sovellettavien ylikansallisten säännösten lisäksi harmonisoinnin ja kansallisten vaatimusten tuloksena syntyneet keskeisimmät arvopaperimarkkinoita koskevat säädöksemme AML:n lisäksi ovat osakeyhtiölaki, laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä (LKR, 1070/2017), laki arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta (348/2017), laki arvo-osuustileistä (827/1991) ja laki arvopaperitileistä (750/2012). Näiden lisäksi valtiovarainministeriö on antanut markkinoita koskien asetuksentasoisia säännöksiä muun muassa AML:n nojalla.

³⁷ ESMA-asetuksen 16 artikla.

³⁸ Suomessa direktiivin asettamien vähimmäisvaatimusten toteuttaminen ei ole kuitenkaan edellyttänyt suuria lainsäädännöllisiä muutoksia, sillä julkisia ostotarjouksia koskeva kansallinen sääntely on jo aiemmin vastannut hyvin pitkälti direktiivin vaatimuksia. Ks. *Palm* 2005, s. 272-273.

³⁹ *Palm* 2005, s. 272.

⁴⁰ Esimerkiksi hallituksen esityksessä arvopaperimarkkinalain uudistamisesta todetaan eräänä uudistustarpeena kattavan EU-harmonisoinnin ja sellaisenaan voimassa olevien asetusten huomioon ottaminen. Ks. HE 32/2012 vp, s. 50-51.

Asetusten tarkoituksena on täsmentää valittuja osia kulloinkin tarkastelun kohteena olevasta säädöksestä. Arvopaperimarkkinalain nojalla annettuja kansallisia asetuksiamme ovat EsiteVMA, TiedonantovelvollisuusVMA, LiputusVMA ja TarjousasiakirjaVMA.⁴¹ Listaus ei kuitenkaan ole tyhjentävä, vaan markkinoita ja niiden toimintaa koskevia säännöksiä ja asetuksia on annettu myös esimerkiksi kirjanpitoon ja listalle ottoon liittyvissä asioissa.

2.4 Markkinoiden itsesääntely

Viranomaissääntelyn lisäksi markkinoiden toimintaa koordinoi vahvasti eri markkinatoimijoiden itsesääntelykeinoin antamat säännökset ja ohjeistukset. Tällä tarkoitetaan sitä, että viranomaislähtöisen ohjeiston ja säädösmateriaalin lisäksi tietyt markkinoilla toimivat instanssit voivat antaa koko markkinoilla operoivaa joukkoa koskevia sääntöjä ja suosituksia, jotka valmistellaan ja annetaan viralliskoneiston ulkopuolella. Yleisellä tasolla itsesääntelyn tarkoitukset ja tehtävät voidaan liittää useampaankin tarkoitukseen olosuhteista ja oikeudenalasta riippuen. Itsesääntely voi esimerkiksi toimia esimerkkinä ja alustana myöhemmälle viranomaissääntelylle, konkretisoida ja täsmentää jo olemassa olevien säädösten sisältöä taikka toimia itsenäisesti liittymättä suoranaisesti virallislähteisiin.⁴²

Arvopaperimarkkinaoikeudellisen itsesääntelyn tarkoituksena on tehostaa ja täsmentää lainsäädäntöä niiltä osin, kun säädökset ovat jätetty avoimiksi tai tulkinnaltaan epäselviksi.⁴³ Yhteisten pelisääntöjen asettamisen lisäksi itsesääntelyllisin keinoin on mahdollista reagoida lainsäädäntöä nopeammin muuttuviin markkinaolosuhteisiin, joka saattaa johtaa esimerkiksi markkinoiden toiminnan tehokkuuden parantumiseen. Itsesääntelyllä on myös mahdollista puuttua käytännönläheisesti ja yksityiskohtaisesti

⁴¹ Häyrynen-Kajala 2013, s. 21.

⁴² Tala 2012, s. 23.

⁴³ Yritysjärjestelyihin ja niiden toteuttamiseen liittyvät sopimukset sisältävät usein välityslausekkeita, joilla ohjataan sopimuksista aiheutuvien riitujen ratkaisu tuomioistuimen sijasta välimiesmenettelyyn. Välimiesmenettely ei usein ole tuomioistuinmenettelyn lailla julkinen prosessi, jonka vuoksi selkeää tulkintalinjaa erilaisten asiakysymysten kohdalla on vaikea muodostaa ainoastaan tuomioistuimessa käsiteltävien ja ratkaistavien tulkintaongelmien perusteella.

sellaisiin markkinakäytäntöihin, joista erikseen lailla säätäminen saattaisi olla kankea ja epätarkoituksenmukainen keino. On myös esitetty ajatuksia, joiden mukaan markkinatoimijoiden itsensä antamat säännökset vaikuttaisivat positiivisesti näiden sääntöjen noudattamiseen ja niihin sitoutumiseen.⁴⁴

Arvopaperimarkkinoiden itsesääntely perustuu yksityiskohtaisemmin tarkasteltuna lähtökohtaisesti eri markkinatoimijoiden konsensukselle kaupankäynnissä hyväksyttävistä toimintatavoista. Itsesääntelyn tarkoitus ei kuitenkaan ole korvata lainsäädäntöä, vaan pikemminkin tehostaa ja yhdenmukaistaa virallissäädöksissä annettuja oikeusohjeita.⁴⁵ Markkinoiden itsesääntelyn keinoin annetut ohjeistukset ja suositukset vaikuttavat jakaantuvan kahteen eri kategoriaan, joita voitaisiin kutsua vaikkapa varsinaiseksi ja epäsuoraksi itsesääntelyksi. Varsinaisella itsesääntelyllä tarkoitetaan tässä yhteydessä niitä ohjeita ja suosituksia, jotka ovat suunnattu suoraan kaikille markkinatoimijoille itsesääntelyelinten toimesta. Itsesääntelyelimillä tarkoitetaan sellaisia yhteisöjä tai yhteenliittymiä, joilla on suoraan lainsäädännön perusteella tai yleisesti tunnustettuna instanssina oikeus tällaisten säännösten antamiseen ja ylläpitämiseen. Epäsuoraksi itsesääntelyksi taas voitaisiin kutsua sellaista viranomaislähtöistä säännösaineistoa, jonka sisältöön ja teknisiin seikkoihin on vaikuttanut vahvasti esimerkiksi itsesääntelyelimenä toimivan yhteisön kannanotot ja mielipiteet. Periaatteessa kyse on virallislähtöisestä sääntelystä, mutta kuitenkin sellaisesta, jonka muotoon, sisältöön tai soveltamiseen on merkittävästi vaikuttanut myös lainsäätäjistä riippumaton intressi. Kyse on siis eräänlaisesta yhteistyöstä, jonka avulla on mahdollista yhdistää kummankin sääntelymuodon etuja kulloinkin kyseessä olevalla soveltamisalalla.⁴⁶

⁴⁴ Lakimiesliiton verkkouutisissa julkaistu artikkeli *Itsesääntelyllä kohti joustavampaa säädösympäristöä*, <https://lakimiesuutiset.fi/itsesntelyll-kohti-joustavampaa-sdsymprist/> (viitattu 1.11.2018).

⁴⁵ Itsesääntelyn merkitystä ja tehtäviä arvopaperimarkkinaoikeudellisessa kontekstissa ei ole kuitenkaan mahdollista lokeroida kapeasti, sillä itsesääntelyn asema vaihtelee kulloinkin käsillä olevan asiakokonaisuuden mukaan. Esimerkiksi markkinapaikan ylläpitäjän ja itsesääntelyelimenä toimivan Arvopaperimarkkinayhdistyksen tehtävät eroavat suuresti toisistaan, jonka vuoksi näiden toimijoiden itsesääntelymenetelmät liittyvät erilaisiin tarkoituksiin.

⁴⁶ *Tala* 2012, s. 27.

Itsesääntelyelinten oikeudellinen toimivalta tällaisten lainsäädäntöä täydentävien ohjeiden antamiseen on tunnustettu suoraan markkinoita koskevissa erityislaeissa. Julkisia ostotarjouksia koskevan AML 11 luvun 28 §:n perusteella pörssiyhtiö veloitetaan kuulumaan joko suoraan tai välillisesti riippumattomaan, Suomessa perustettuun toimielimeen, joka on antanut suosituksia julkisten ostotarjousten teknistä toteutusta koskien. Tällainen elin on esimerkiksi Elinkeinoelämän keskusliitto EK ry:n, Keskuskaupakamarin ja Nasdaq Helsinki Oy:n vuonna 2006 perustama Arvopaperimarkkinayhdistys, joka ylläpitää muun muassa julkisiin ostotarjouksiin sovellettavaa, itsesääntelykeinoin luotua ostotarjouskoodia.⁴⁷

Joissakin tilanteissa lainsäädäntö myös suoranaisesti edellyttää markkinatoimijan antavan ja ylläpitävän erinäisiä sääntöjä ja ohjeistuksia. Lainsäädännöllä vahvistettu velvollisuus itsesääntelyn antamiseen koskee kuitenkin pääsääntöisesti vain säännellyn markkinan ylläpitäjää eli pörssiä. LKR 3 luvun 6 §:n mukaan pörssin on laadittava ja pidettävä yleisön saatavilla säänneltyä markkinaa koskevat säännöt. LKR 3 luvun 7 §:n mukaan valtiovarainministeriön tehtävänä taas on vahvistaa pörssin säännöt, joten käytännössä ainoastaan minimivaatimukset täyttävät pörssin antamat ohjeistukset eivät sinällään vaikuttaisi olevan laskettavissa osaksi itsesääntelyä puhtaasti viranomaislähtöisyytensä vuoksi. Pörssillä on kuitenkin LKR:n perusteella oikeus täydentää ohjeilta edellytettyä minimisääntelyä, jolloin kyse ei enää ole puhtaasta virallissääntelyn täytäntöönpanosta, vaan kaupankäynnin koordinoimisesta nimenomaisesti itsesääntelyn keinoin tuotetuilla ohjeistuksilla.

⁴⁷ Arvopaperimarkkinayhdistyksen toiminta ja tehtävät, <https://cgfinland.fi/arvopaperimarkkinayhdistys/> (viitattu 3.11.2018).

3 JULKINEN OSTOTARJOUS ARVOPAPERIMARKKINOILLA

3.1 Markkinat ja julkiset ostotarjoukset

Kotimaiset arvopaperimarkkinamme ovat kokonaisuutena tarkastellen erittäin säänneltyt niin lainsäädännön kuin muidenkin normikokonaisuuksien näkökulmasta. Viranomaissääntelyä tehostaa markkinoiden itsesääntely, ja yhdessä nämä kaksi elementtiä turvaavat arvopaperimarkkinoiden ja kaupankäynnin läpinäkyvyyttä ja sijoittajien keskinäistä yhdenvertaisuutta omilla osa-alueillaan. Kaksiportaisella sääntelykehikolla luodaan arvopaperimarkkinoille säännösympäristö, jossa perustavimmanlaatuiset menettelytavat ja käytännöt on vahvistettu lainsäädännöllä, mutta yksittäisten markkinatilanteiden täydentävä ja yhtenäistävä säännöstö on markkinatoimijoiden itsensä antamaa itsesääntelyä. Yleisluonnollisesti itsesääntelyssä on kyse markkinoiden varsinaista toimintaa ohjaavista säännöistä ja ohjeista, joiden yhdenmukainen noudattaminen tehostaa markkinaprosesseja sekä edistää hyvää arvopaperimarkkinatapaa. Yksittäisten transaktioiden ja kaupankäyntiin liittyvien teknisten seikkojen sääntely vieään kuitenkin lainsäädännön ja itsesääntelyllä annettujen ohjeiden ja suositusten tasolla pidemmälle, etenkin kun kyse on yhteiskunnallisesti merkittävistä järjestelyistä. Yksi tällaisista kaupankäynnin erityismuodoista on julkinen ostotarjous, joka poikkeaa luonteeltaan merkittävästi yleisestä arvopaperimarkkinoilla tapahtuvasta sijoitusluontoisesta osakekaupankäynnistä.⁴⁸

Julkinen ostotarjous on merkittävä yritysjärjestelyihin liitettävä työkalu finanssimarkkinoilla. Pörssinoteerattujen yhtiöiden omistuspohja on useimmiten jakaantunut lukuisten omistajien kesken, jolloin yritysjärjestelyjen toteuttamisvaiheessa ongelmaksi saattaa muodostua kokonaisuuden hallittavuus osakkeita hankittaessa. Tämä tarkoittaa sitä, että ostajaehdokkaan ei ole mahdollista neuvotella erikseen jokaisen omistajan kanssa, vaan transaktio on hoidettava muulla tavoin. Julkinen ostotarjous poistaa omistusten hajaantumisen tuottaman ongelman, koska ostotarjouksella on

⁴⁸ Julkisen ostotarjouksen eroista muihin kaupankäyntimuotoihin ks. *Sillanpää* 1994, s 10.

mahdollista havitella kohdeyhtiön koko liikkeellä olevaa osakekantaa tekemällä tarjouksen ja neuvottelemalla ainoastaan kohdeyhtiön hallituksen kanssa. Julkisilla ostotarjouksilla toteutettavat yritysjärjestelyt poikkeavatkin juuri omistuspohjan ja osakkeiden vaihdettavuuden perusteella merkittävästi listaamattomien osakeyhtiöiden vastaavista tilanteista. Pörssiyritysten omistajavaihdokset ovat myös luonteeltaan ja vaikutuksiltaan merkittäviä, sillä kyseessä on pääsääntöisesti koko kaupan kohteena olevan yhtiön toimialaa ja markkinasuhdanteita koskeva järjestely.⁴⁹

Julkiset ostotarjoukset Suomessa tai suomalaisista yhtiöistä eivät ole suhteellisesti tarkasteltuna harvinaisia, joskaan ei voitane puhua myöskään aivan jokapäiväisistä tapahtumista. Vuosien 2013-2017 välillä tällaisia ostotarjouksia julkistettiin 28 kappaletta.⁵⁰ Vaikka ostotarjoukset eivät asetu vuosille tasaisesti, julkisia ostotarjouksia voidaan ajatella tehtävän keskiarvolla viidestä kuuteen kappaletta vuosittain. Kontekstiin laitettuna luvut vaikuttavat suurilta, sillä saman ajanjakson aikana uusia pörssiyrityksiä listautui Nasdaq Helsinki Oy:n pörssilistoille 46 kappaletta.⁵¹ Pörssiyritys voi poistua listalta pääsääntöisesti kahdella eri perusteella, joista toinen on seuraus onnistuneesta ja toteutetusta julkisesta ostotarjouksesta.

Pörssi voi listayhtiön omasta hakemuksesta päättää, että kaupankäynti tietyn yhtiön osakkeilla lopetetaan. Ehtona on, ettei kaupankäynnin lopettamisesta aiheudu merkittävää haittaa sijoittajille tai arvopaperimarkkinoiden muulle toiminnalle.⁵² Hyväksytyt julkisen ostotarjouksen transaktiovaiheen päättyessä listayhtiö tekeekin yleensä pörssille pyynnön kaupankäynnin lopettamisesta kyseisillä osakkeilla.⁵³ Luonnollisesti lopettamisen ehtona on, että kyseessä oleva yritysjärjestely on saatettu loppuun jokaisella osa-alueella, kuten esimerkiksi vähemmistöosakkeiden mahdollisen lunastuksen osalta. Vähemmistöosakkeiden lunastamiseen liittyvän sijoittajansuojallisen

⁴⁹ Julkisella ostotarjouksella toteutettava yritysjärjestely voidaan kuitenkin kilpailu- ja kuluttajaviraston yrityskauppavalvonnan toimesta hylätä tai hyväksyä ehdollisena, mikäli järjestelyn katsotaan sellaisenaan vaarantavan esimerkiksi markkinoiden kilpailullisen rakenteen.

⁵⁰ Antti Turusen asiantuntija-artikkeli *Julkinen ostotarjous on aina mahdollisuus*, <http://www.porssisaatio.fi/blog/2017/09/04/ostotarjous-on-aina-mahdollisuus/> (viitattu 7.11.2018).

⁵¹ Pörssisäätiön grafiikka listautumisen muutoksista perustuen Nasdaq Helsingin dataan, <http://www.porssisaatio.fi/blog/statistics/listautumiset-pohjoismaissa-viimevuosina/> (viitattu 7.11.2018).

⁵² Nasdaq Helsinki Oy 2018, pörssin säännöt kohta 2.2.9.1.

⁵³ *Sillanpää* 1994, s. 12

aspektin perusteella ei liene mahdollista, että kaupankäynti osakkeella voitaisiin keskeyttää jo aikaisemmin esimerkiksi silloin, kun tarjouksentekijä on saavuttanut OYL:n mukaisen lunastusmenettelyn aloittamiseen vaadittavan 90 prosentin osake- ja äänimäärän.

Toinen vaihtoehto kaupankäynnin lopettamiseksi listatun yhtiön osakkeilla on markkinapaikan ylläpitäjän yksinomainen päätös. Pörssi voi päättää kaupankäynnin lopettamisesta tiettyjen osakkeiden osalta silloin, kun osake tai liikkeeseenlaskija ei enää täytä listalleottovaatimuksia tai muutoin kykene noudattamaan pörssin sääntöjä. Lisäedellytyksenä on niin ikään sijoittajansuojavaatimukset ja markkinoiden toiminnan häiriötön jatkuminen.⁵⁴ Pörssin listautumissääntöjen mukaan listayhtiöllä pitää olla riittävä tuloksenmuodostuskyky tai liiketoiminnan harjoittamisen mahdollistava käyttöpääoma, jonka vuoksi esimerkiksi yhtiön konkurssi- tai saneerausmenettelytilanteet aiheuttavat kaupankäynnin keskeyttämisen kyseisen yhtiön osakkeilla.⁵⁵

3.2 Arvopaperimarkkinalain soveltamisala ja ostotarjouksen määrittely

Julkiset ostotarjoukset ovat laajojen kytkentöjensä vuoksi aina merkittäviä tapahtumia arvopaperimarkkinoilla. Merkittäväyytensä vuoksi ostotarjoukset on katsottu aiheelliseksi säännellä sekä EU-tasolla että kansallisesti siten, että tärkeimpinä pidetyt oikeushyvät saavat lainsäädännöllisesti kattavan suojan moitittavana pidettyjä markkina- ja kaupankäyntimuotoja vastaan. Julkisia ostotarjouksia välittömästi koskevan ja ostotarjouksiin sovellettavan välillisen sääntelyn lähtökohtaisena tarkoituksena on edistää sijoittajien luottamusta markkinoiden toimintaan ja kehittää hyvän arvopaperimarkkinatavan mukaisia käytäntöjä. Luottamuksen turvaamiseen liittyvät läheisimmin sijoittajien yhdenvertaisuuden ja tasapuolisen tiedonsaannin varmistaminen.⁵⁶ Sääntelyllä luodaan myös yhdenmukaistetut menettelytavat julkisen

⁵⁴ Nasdaq Helsinki Oy 2018, pörssin säännöt kohta 2.2.9.2.

⁵⁵ Nasdaq Helsinki Oy 2018, pörssin listautumista koskevat kriteerit 2.2.3.

⁵⁶ *Sillanpää* 1994, s. 10.

ostotarjouksen tekniselle toteuttamiselle yhtenäistämällä hyväksyttävät menettelytavat tarjouksen eri vaiheissa.

Sijoittajien yhdenvertaisuuteen liittyy vahvasti myös vähemmistöomistajien suojaruue esimerkiksi tilanteissa, joissa jokin taho pyrkii saavuttamaan määräysvallan tai huomattavan vaikutusvallan yhtiössä.⁵⁷ Hyvää arvopaperimarkkinatapa ei ole erikseen täsmennetty lainsäädännössä, mutta käsitteeseen voidaan lukea kuuluvaksi arvopaperimarkkinoiden yleisten periaatteiden lisäksi sellaiset käytännöt, jotka edistävät markkinoiden läpinäkyvyyttä ja vähentävät sijoittajien eriarvoisuutta tilanteissa, joissa osapuolet eivät ole keskenään yhdenvertaiset esimerkiksi vaikutusvallan tai omistusosuuksien vuoksi. Viime kädessä hyvän arvopaperimarkkinatavan voidaan katsoa syntyvän sellaisista prosesseista, jotka kehittävät markkinoiden avoimuutta ja lisäävät sijoittajien luottamusta markkinoiden toimintaa kohtaan.⁵⁸

Julkisia ostotarjouksia suoraan tai välillisesti käsittelevien säännöksiön perimmäinen tarkoitus on palautettavissa hyvän arvopaperimarkkinatavan edistämiseen. Pääasiallinen ja sisällöltään yleisesti julkisia ostotarjouksia koordinoiva AML ja etenkin kyseisen lain 11 luku muodostaa vahvan tukirangan julkisten ostotarjouksiön sääntelyssä. AML 11 luku perustuu arvopaperimarkkinoita muutoin koskevan säännöstiön lailla EU-direktiiviin julkisista ostotarjouksista, mutta ostotarjousdirektiivi on monelta osin hyvin yleisluonnollinen ja jättää kansalliselle lainsäädännölle huomattavasti päätäntävaltaa.⁵⁹ AML 11 luku pitää sisällään yksinomaan julkisia ostotarjouksia koskevan säännöstiön, jota täsmennetään lain soveltamisalaa käsittelevässä pykälässä:

⁵⁷ HE 6/2006 vp, s. 5.

⁵⁸ Hyvän arvopaperimarkkinatavan tarkemmasta määrittelystä julkisilla ostotarjouksella suoritettavien yrityskauppojen osalta ks. tutkielman kohta 3.5.

⁵⁹ Esimerkiksi lain soveltamisalaa koskevan AML 11 luvun 1 §:n kolmesta momentista 1 ja 2 perustuvat ostotarjousdirektiiviin, mutta 3 momentti on muotoutunut kansallisen sääntelyn tuloksena. Ks. *Häyrynen-Kajala* 2013, s. 292, 294.

AML 11 luvun 1 §

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 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.

Soveltamisalaa koskeva pykälä määrittelee maantieteellisen rajauksen lisäksi julkisen ostotarjouksen kaksi eri muotoa, vapaaehtoisen ja pakollisen ostotarjouksen.⁶⁰ Itse julkisen ostotarjouksen määrittäminen on sen sijaan jätetty lain esitöiden ja oikeuskäytännön varaan, sillä pykälässä ei oteta suoraan kantaa esimerkiksi tapaan, jolla tarjoudutaan ostamaan osakkeet.⁶¹ Lainkohdan perustelujen mukaan julkiseksi ostotarjoukseksi voidaan katsoa esimerkiksi tiedotusvälineissä tai internetsivuilla tehty tarjous.⁶² AML 11 luvun 1 §:n esitöiden mukaan julkiseksi ostotarjoukseksi ei

⁶⁰ Soveltamisalan tarkempi maantieteellinen rajausta on kirjattu AML 11 luvun 3 §:ään, jossa täsmennetään yhtiön oikeudellisen kotipaikan merkitystä AML 11 luvun soveltavuudessa.

⁶¹ Ks. *Parkkonen-Knuts* 2014, s. 481-482.

⁶² HE 32/2012 vp, s. 135.

kuitenkaan voida katsoa tilannetta, jossa tarjous tehdään hyvin suppealle ja ennalta määritellylle joukolle arvopaperien haltijoita.⁶³

Julkiseksi ostotarjoukseksi määriteltävän tarjouksen on joka tapauksessa täytettävä julkisuuden vaatimus, jolloin määrittelyssä korostuu tarjouksen tekemiseen liittyvät seikat. Tämä merkitsee sitä, ettei tiettyä ostotarjousta voitane määritellä julkiseksi ostotarjoukseksi vasta jälkikäteen, vaan AML 11 luvun säännökset joko soveltuvat tai eivät sovellu tarjoukseen tekohetkestään alkaen. Julkisuuden vaikutuksen merkitys ostotarjouksen määrittelyssä on tarkoituksenmukainen lähtökohta, sillä kohdeyhtiön osakkeiden hankinta on mahdollista myös julkista ostotarjousta tekemättä. Yksittäisillä suorilla osakekaupoilla on mahdollista päästä samaan lopputulokseen kuin julkisella ostotarjouksella, joskin tällaiset järjestelyt ovat luonteeltaan hitaampia, työläämpiä ja riskipitoisempia.⁶⁴ Vastaavanlaisesta lopputuloksesta huolimatta julkisten ostotarjousten sääntely ei ulotu tällaiseen yksilöityyn kaupankäyntiin.

Julkisen ostotarjouksen määritelmä ei kuitenkaan rajoitu koskemaan sellaisia tarjouksia, joilla havitellaan kohdeyhtiön koko osakekantaa. Julkiseksi ostotarjoukseksi katsotaan myös sellainen määritelmän edellytykset muutoin täyttävä tarjous, joka kohdistuu vain osaan niistä. Finanssivalvonta (Fiva) on katsonut, että julkiseksi ostotarjoukseksi rinnastetaan myös tilanne, osakkeenomistaja tekee muutoin AML 11 luvun 1 §:n mukaisen tarjouksen esimerkiksi yhtiöjärjestyksen lunastuslausekkeeseen perustuen.⁶⁵ Vastaavasti myyntitoimeksiantojen systemaattinen keskittäminen saattaa johtaa ostotarjoussäännösten soveltamiseen.⁶⁶ Mainittujen tilanteiden on katsottu olevan rinnasteisia julkiseen ostotarjoukseen osakkeenomistajien aseman ja tiedontarpeen

⁶³ Esitöissä mainitaan esimerkkinä suppeasta joukosta tilanne, jossa tarjouksentekijän on mahdollista neuvotella kaupan ehdoista yksilöllisesti arvopaperien haltijoiden kanssa. ks. HE 32/2012 vp, s. 135.

⁶⁴ *Sillanpää* 1994, s. 81.

⁶⁵ *Häyrynen-Kajala* 2013, s. 295.

⁶⁶ *Parkkonen-Knuts* 2014, s. 482.

osalta, jonka vuoksi julkisia ostotarjouksia koskevia säännöksiä voidaan soveltaa myös tällaisiin transaktioihin.⁶⁷

AML 11 luvun soveltamisalaa laajennetaan 2 momentissa, jossa huomioidaan osakkeiden lisäksi osakkeisiin oikeuttavat arvopaperit. Momentin mukaisesti Suomessa säännellyillä markkinoilla kaupan olevien osakkeiden ohella luvun säännöksiä sovelletaan tilanteissa, joissa ostotarjous tehdään julkisilla markkinoilla kaupankäynnin kohteena oleviin osakkeisiin oikeuttavista muista arvopapereista. Momentin toinen kohta ulottaa luvun soveltamisalan myös tilanteisiin, joissa osakkeeseen oikeuttavat arvopaperit ovat Suomessa julkisen kaupankäynnin kohteena säännellyillä markkinoilla. Molemmissa tapauksissa lisäehtona on, että arvopaperien liikkeeseenlaskijan on oltava sama kuin osakkeilla, joihin kyseiset arvopaperit oikeuttavat. Tällä tavoin yrityskauppaa suunnitteleva markkinatoimija ei kykene kiertämään julkista ostotarjousta koskevien säännösten soveltuvuutta sellaisilla järjestelyillä, joilla ei suoranaisesti hankita kohdeyhtiön osakkeita, mutta kaupan lopputulos olisi asiallisesti suoraan osakekauppaan rinnastettavissa. Yksittäisillä kaupoilla tai julkisilla ostotarjouksilla suoritettavien transaktioiden tavoitteet eroavat kuitenkin usein toisistaan siinä määrin, etteivät varsinaiset tulkintakysymykset julkisen ostotarjouksen luonteesta ole kovinkaan yleisiä. Ostotarjousäännösten soveltuvuuskyymykset koskevatkin lähinnä tilanteita, joissa tehty tarjous koskee jo luonteeltaan laajaa omistajajoukkoa.⁶⁸

Pykälän 3 momentilla tarkoitetaan tilanteita, joissa tietyt osakkeet on kohdeyhtiön hakemuksesta otettu Suomessa kaupankäynnin kohteeksi monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä, mutta ei säännellyillä markkinoilla. Tällöin sovellettavaksi tulee AML 11 luvun 27 §, jolla säännellään erityisesti kyseisiä tilanteita. Lainkohdan perustelujen mukaan tällaisia ostotarjouksiin sovellettaisiin kuitenkin vain keskeisimpiä julkista ostotarjousta koskevia säännöksiä ja muilta osin säännöt perustuisivat itsesääntelyllisiin keinoihin.⁶⁹ On kuitenkin mahdollista, että kohdeyhtiön osakkeet ovat

⁶⁷ Fivan MOK 9/2013, kohta 5.1 (5).

⁶⁸ *Parkkonen-Knuts* 2014, s. 482.

⁶⁹ HE 32/2012 vp, s. 135.

kaupankäynnin kohteena sekä säännellyillä markkinoilla että monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä. Tällöin näistä tehtyyn julkiseen ostotarjoukseen sovelletaan AML 11 luvun säännöksiä 1 ja 2 momentin mukaisesti.⁷⁰

3.3 Itsesääntelyn ja arvopaperimarkkinalain suhde

Nopeasti muuttuvat markkinatilanteet ja lainsäädännön tarkoituksenmukainen yleisluontoisuus edellyttävät sääntöjen yhdenmukaistamista myös markkinatoimijoilta itseltään. Julkisten ostotarjousten kohdalla AML lähtee itsesääntelyolettamasta, eli siitä, että lainsäädännön ohella julkisiin ostotarjouksiin sovelletaan itsesääntelyn keinoin annettuja säännöksiä, suosituksia ja ohjeita. Ostotarjouksia koskevan itsesääntelyn merkitys lainsäädännön täydentäjänä onkin arvopaperimarkkinaoikeudellinen itseisarvo, jonka merkitystä avataan AML 11 luvun 28 §:ssä seuraavasti:

11 luvun 28 §

Pörssiyhtiön on suoraan tai välillisesti kuuluttava riippumattomaan, elinkeinoelämää laajasti edustavaan Suomessa perustettuun toimitukseen, joka on antanut hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisen edistämiseksi suosituksen kohdeyhtiön johdon toiminnasta julkisessa ostotarjouksessa ja määräysvallan ylläpitämistä koskevista sopimusperusteisista rakenteista, tai yrityskauppatilanteissa noudatettavien yhtiöoikeudellisten menettelytapojen ohjaamiseksi. Toimielin voi antaa näistä kysymyksistä myös lausuntoja.

Edellä 1 momentissa tarkoitettu tai siihen rinnastettava toimielin voi antaa hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisen edistämiseksi myös muita kuin 1 momentissa tarkoitettuja tämän lain soveltamisalaa ja siihen liittyviä yhtiöoikeudellisia kysymyksiä koskevia suosituksia ja lausuntoja. Jokaisella arvopaperimarkkinoilla toimivalla on oikeus pyytää toimituslautasta lausunto.

⁷⁰ Häyrynen-Kajala 2013, s. 297.

Pörssiyhtiön on ilmoitettava Finanssivalvonnalle, mihin 1 ja 2 momentissa tarkoitettuun toimielimeen se kuuluu. Finanssivalvonnan pyynnöstä toimielimen on toimitettava Finanssivalvonnalle sääntönsä ja muut Finanssivalvonnan pyytämät valvonnan kannalta tarpeelliset tiedot toimielimestä.

Jos 1 momentissa tarkoitettu suositus on otettu osaksi pörssin sääntöjä, ostotarjouksen tekijän on sitouduttava noudattamaan pörssin sääntöjä.

Lainkohdan tarkoitus on korostaa virallissääntelyn ja aidon itsesääntelyn yhdistelmän lähtökohtaista painoarvoa julkisten ostotarjousten sääntelyn perustana.⁷¹ Lainsäädännön ohella hyvää arvopaperimarkkinatapa voidaan edistää itsesääntelyllä, jossa osapuolena on mahdollisemman laaja-alainen kirjo markkinatoimijoita. Pykälän 1 momentin mukaisesti jokaisen AML 2 luvun 7 §:n määritelmän täyttävän pörssiyhtiön on kuuluttava tällaiseen toimielimeen joko suoraan tai välillisesti. On huomattava, että jäsenyys on säädetty pakolliseksi ainoastaan pörssiyhtiöiden osalta, jolloin julkisen ostotarjouksen tekijän on kuuluttava tällaiseen toimielimeen vain, mikäli kyseinen tarjouksentekijä täyttää AML 2 luvun 7 §:n määritelmän listatun yhtiön edellytyksistä.⁷² Mikäli tarjouksentekijä sen sijaan on vaikkapa yksityinen sijoittaja, itsesääntelyelimeen joko suoraan tai välillisesti kuulumisen ei tällöin ole AML:n perusteella pakollista. Tästä huolimatta tarjouksentekijä on kuitenkin aina velvollinen ilmoittamaan sitoutumisestaan itsesääntelyelimen antamien suositusten ja ohjeiden noudattamiseen AML 11 luvun 9 § 3 momentin mukaisesti riippumatta tarjouksentekijän statuksesta.⁷³

Pykälän 2 momentilla vahvistetaan yhtiöoikeuden ja AML:n välistä suhdetta. Lain esitöiden mukaan itsesääntelyelin voi antaa hyvän arvopaperimarkkinatavan edistämiseksi suosituksia ja lausuntoja myös julkisiin ostotarjouksiin liittyvien yhtiöoikeudellisten kysymysten kohdalla. Kyseisen lainkohdan perusteluiden mukaan

⁷¹ HE 32/2012 vp, s. 151.

⁷² Häyrynen-Kajala 2013, s. 386.

⁷³ Arvopaperimarkkinoiden itsesääntelyn yleissitovuus perustuu viime kädessä *noudata tai selitä* -periaatteelle, joka on merkittävyytensä vuoksi otettu myös osaksi ostotarjouksen julkistamista koskevia AML:n vaatimuksia. Ks. HE 32/2012 vp, s. 140.

yhtiöoikeudelliset kysymykset eivät suoranaisesti kuulu Fivan toimivaltaan, mutta ne ovat AML:n soveltamisen kannalta merkityksellisiä ja liittyvät vahvasti yritysten toimintaan arvopaperimarkkinoilla.⁷⁴ Pykälän mukaan itsesääntelyelin voi päättää muistakin itsesääntelyyn kuuluvista tehtävistä, joita voivat olla esimerkiksi hallintoon ja yritystarkastukseen liittyvien sääntöjen antaminen. Itsesääntelyelimeltä voi myös mikä tahansa markkinoilla toimiva taho pyytää lausuntoja hyvään arvopaperimarkkinatapaan liittyen. Tämän pyyntöoikeuden tarkoitus on aktivoida toimielintä ja tuottaa ratkaisusuosituksia hyväksyttävistä menettelytavoista, mikä puolestaan edistää hyvän arvopaperimarkkinatavan kehitystä.⁷⁵

Viranomaissääntelyn ja itsesääntelyn suhde on arvopaperimarkkinaoikeudellisessa kontekstissa merkittävä, sillä lainsäätäjän lähtökohtainen tavoite on hyödyntää viranomaissääntelyn ohella markkinatoimijoiden kollektiivisesti antamaa säännöstöä AML:n täydentäjänä. Arvopaperimarkkinoita koskevan sääntelyn perimmäiset tavoitteet, kuten markkinoiden läpinäkyvyys ja sijoittajien yhdenvertaisuus, eivät ole tehokkaasti saavutettavissa säätämällä näitä koskevista kysymyksistä ainoastaan viranomaistasolla. Julkisten ostotarjousten kohdalla asetelman merkitys kasvaa entisestään, sillä ostotarjoukset ovat pääsääntöisesti yksilöllisiä ja osapuolet sekä näiden asema markkinoilla saattaa vaihdella tilannekohtaisesti hyvinkin suuresti.⁷⁶ Tämän vuoksi lainsäädäntöä on katsottu tarpeelliseksi täydentää itsesääntelyllä, joka ei kuitenkaan ole puhtaasti esimerkiksi sopimusperusteinen järjestely, vaan saa oikeutuksensa ja velvoitteensa suoraan lainsäädännön perusteella.

⁷⁴ HE 32/2012 vp, s. 153.

⁷⁵ HE 32/2012 vp, s. 153.

⁷⁶ *Sillanpää* 1994, s. 10.

3.4 Arvopaperimarkkinayhdistys ja ostotarjouskoodi

AML 11 luvun 28 § 1 momentti edellyttää pörssiyhtiöiden kuuluvan itsesääntelyelimeen, joka on antanut hyvää arvopaperimarkkinatapaa edistäviä suosituksia liittyen julkisiin ostotarjouksiin. Pykälässä itsessään ei oteta kantaa tällaisen toimielimen organisointiin tai muotoon liittyviin kysymyksiin, mutta lainsäätäjän tarkoitus käy ilmi kyseisen pykälän esitöistä, joissa todetaan tällaisen elimen voivan olla esimerkiksi yhdistys tai sopimusperusteinen yhteenliittymä.⁷⁷ Itsesääntelyelimen on kuitenkin edustettava riittävän kattavaa osaa suurimmista markkinatoimijoista, jonka vuoksi Elinkeinoelämän Keskusliitto EK:n, Keskuskauppakamarin ja Helsingin pörssin muodostaman Arvopaperimarkkinayhdistyksen on katsottu täyttävän tämän vaatimuksen.⁷⁸ Itsesääntelyelimeksi katsottavan koalition edellytykset jäsenyhteisöiden markkinaedustuksesta ja toimintojen laajuudesta ovat perusteltuja, sillä itsesääntelyn tehokkuus perustuu juuri yleissitovuuden käsitteelle. Mikäli itsesääntelyelin koostuisi ainoastaan pienestä ja kapeaa markkinasektoria edustavasta yksityisestä joukosta toimijoita, yleissitovan sääntelyn tai ohjeistuksen antaminen esimerkiksi julkisen ostotarjouksen toteuttamistavasta olisi vaikeaa tai lähes mahdotonta.

Arvopaperimarkkinayhdistys toimii AML 11 luvussa tarkoitettuna hyvää arvopaperimarkkinatapaa edistävänä itsesääntelyelimenä. Yhdistyksen tehtävänä on kehittää arvopaperimarkkina- ja yhtiöoikeuteen liittyvää markkinoiden itsesääntelyä sekä yhdenmukaistaa arvopaperimarkkinoilla toimivien pörssiyhtiöiden toimintamalleja antamalla ohjeita ja suosituksia sekä hallinnollisiin kysymyksiin että julkisiin ostotarjouksiin liittyvissä asioissa.⁷⁹ Arvopaperimarkkinayhdistyksen itsesääntelytoimet tapahtuvat pääasiallisesti kahden lautakunnan kautta, jotka ovat keskittyneet hyvän arvopaperimarkkinatavan edistämiseen omilla osa-alueillaan. AML 11 luvun 28 § edellyttää itsesääntelyelimen antavan ja ylläpitävän suosituksia arvopaperimarkkinoiden

⁷⁷ HE 32/2012 vp, s. 152.

⁷⁸ HE 32/2012 vp, s. 151.

⁷⁹ Arvopaperimarkkinayhdistyksen tehtävät, <https://cgfinland.fi/arvopaperimarkkinayhdistys/> (viitattu 12.1.2019).

toimintaan ja kehitykseen liittyen. Arvopaperimarkkinayhdistys ylläpitää listayhtiöille suunnattuja hallinnointikoodia ja ostotarjouskoodia, joiden tarkoitus on nimenomaisesti edistää hyvää arvopaperimarkkinatapa itsesääntelyelimelle laissa asetetun velvoitteen mukaisesti. Arvopaperimarkkinayhdistys on asettanut itsesääntelykeinoin tuotettujen koodien tulkinnasta ja ratkaisuehdotuksista vastaavat lautakunnat, joista markkinatapalautakunta käsittelee hallinnointikoodiin ja ostotarjouslautakunta ostotarjouskoodiin liittyvät tulkinnalliset kysymykset.⁸⁰

Ostotarjouskoodi jakaantuu johdannon lisäksi seitsemään lukuun, jotka sisältävät yhteensä 14 suositusta liittyen julkisen ostotarjouksen eri vaiheisiin. Julkisia ostotarjouksia koskeva ostotarjouskoodi on tulkintalinjaltaan selkeä. Koodin ei ole tarkoitus kiertää tai ohittaa lainsäädännössä vahvistettuja menettelytapoja, vaan tulkinnan on oltava tapauksesta riippumatta yhdenmukainen AML:n tavoitteiden ja säännösten kanssa.⁸¹ Tämä korostaa viranomais- ja itsesääntelyn välistä suhdetta, jonka mukaisesti itsesääntelyn perimmäisenä tarkoituksena on täydentää ja täsmentää lainsäädäntöä. Koodin tulkintasäännöksissä on kuitenkin lainsäädännöstä poiketen huomioitu julkisten ostotarjousten vaihtelevuus tilannekohtaisesti, jolloin suosituksia tulee eri tilanteissa tulkita ensisijaisesti niille asetettujen vaatimusten mukaisesti.

Vaikka itsesääntelyn on tarkoitus syventää lainsäädäntöä, yksityiskohtaisen säännösten tuottaminen on kuitenkin vaikeaa. Tämä johtuu siitä, että hyvin tilanneriippuvaisen asiakokonaisuuden käsittelemiseen ei ole mahdollista luoda sääntelyä, joka kattaisi tehokkaasti lukemattoman monet erityistilanteet. Tämä on havaittavissa myös ostotarjouskoodin tulkintasuosituksia tarkastellessa. Tulkintojen on koodin mukaisesti oltava linjassa asetettujen tavoitteiden kanssa, mutta yksittäistapauksissa valitun menettelytavan vaatimukset on jätetty hyvinkin yleisluonnollisiksi. Ostotarjouskoodin mukaan jokaisessa tapauksessa valitun menettelytavan on oltava omiaan lisäämään ostotarjousprosessin ennustettavuutta, edesauttamaan ostotarjousprosesseissa

⁸⁰ Arvopaperimarkkinayhdistyksen toiminta, <https://cgfinland.fi/arvopaperimarkkinayhdistys/> (viitattu 12.1.2019)

⁸¹ Ostotarjouskoodi, s. 4.

noudatettavien menettelytapojen yhdenmukaistamista, lisäämään ostotarjouksen eri osapuolten tiedonsaantia ja arvopaperimarkkinoiden läpinäkyvyyttä sekä varmistamaan ostotarjouksen eri osapuolten oikeussuojan toteutumista.⁸² Sanamuotojen perusteella tulkinnallinen näkemys voi näin ollen vaihdella merkittävästi kutakin yksittäistapausta koskevien erityiskysymysten kohdalla, joka luonnollisesti vaikeuttaa pysyvän ja konkreettisen ratkaisulinjan muodostamisessa.⁸³

Ostotarjouskoodi perustuu markkinoiden itsesääntelyn yleissitovuuden kaltaisesti *noudata tai selitä* -periaatteelle.⁸⁴ AML 11 luvun 9 § 1 momentin ja 11 luvun 13 § mukaan sekä ostotarjouksen tekijä että kohdeyhtiö ovat velvollisia ilmoittamaan, noudattavatko nämä ostotarjouskoodin tulkinta- ja toimintasuosituksia. Ostotarjouskoodin tavoitteena on edistää hyvän arvopaperimarkkinatavan kehittymistä ja huolehtia ostotarjouksen osapuolten oikeusturvan toteutumisesta, joten poikkeus koodin noudattamisesta on kyettävä perustelemaan riittävän painavilla syillä.⁸⁵ Menettelytavat ja käytännöt julkisissa ostotarjouksissa kuitenkin muuttuvat ja kehittyvät kaiken aikaa, eikä ostotarjouskoodilla ole mahdollista ennakoida jokaista tilannetta erikseen. Yksittäisestä suosituksesta on mahdollista poiketa perusteltujen syiden näin vaatiessa, mutta poikkeavan osapuolen on kuitenkin varmistuttava siitä, että poikkeamasta huolimatta ostotarjouskoodin tulkintaperiaatteita noudatetaan ja valittu menettelymuoto on lain ja hyvän arvopaperimarkkinatavan mukainen. Poikkeaminen ja perustelut on julkistettava mahdollisimman aikaisessa vaiheessa, yleensä viimeistään silloin, kun tarve poikkeamiselle ilmenee.⁸⁶

⁸² Ostotarjouskoodi, s. 5.

⁸³ Arvopaperimarkkinayhdistyksen ostotarjouskoodia koskevan tietopankin perusteella ostotarjouslautakunta ei ole antanut yhtäkään voimassaolevaa koodia koskevaa ratkaisusuositusta 15.1.2019 mennessä. Ostotarjouskoodi astui voimaan 1.1.2014 alkaen. <https://cgfinland.fi/ostotarjouskoodi/ostotarjouskoodin-soveltaminen/> (viitattu 15.1.2019).

⁸⁴ *Noudata tai selitä* -periaatteen noudattaminen perustuu päätöksen julkisuusvaikutukseen. Ostotarjouskoodin noudattamatta jättäminen ilman perusteltua syytä saattaa asettaa yrityksen kielteiseen valoon markkinoilla, jonka vuoksi koodin noudattaminen tai hyväksyttävän syyn antaminen poikkeukselle on liiketaloudellisesti kannattavaa. Ks. HE 6/2006 vp, s. 53.

⁸⁵ Ostotarjouskoodi, s. 6.

⁸⁶ Ostotarjouskoodi, s. 7.

3.5 Hyvä arvopaperimarkkinatapa julkisissa ostotarjouksissa

Hyvä arvopaperimarkkinatapa on käsitteenä yleisluontoinen ja siihen lasketaan kuuluvaksi lähtökohtaisesti kaikki markkinakäytänteet, jotka ovat omiaan edistämään markkinoiden yhdenvertaisuutta ja tasapuolisuutta kaupankäynnissä. Hyvän arvopaperitavan vastaisiksi katsottujen menettelyiden kieltäminen on sisällytetty AML 1 luvun 2 §:ään, joka on luonteeltaan yleislauseke ja koskee kaikkea arvopaperimarkkinoilla tapahtuvaa kaupankäyntiä. Yleisluontoisuutensa vuoksi sallittujen käytänteiden voidaan katsoa olevan suhteelliset kulloisenkin tilanteen olosuhteista, paikasta ja ajankohdasta riippuen.⁸⁷ Julkisten ostotarjousten osalta hyväksi arvopaperimarkkinatavaksi laskettavat menettelytavat ovat pääsääntöisesti peräisin kahdesta lähteestä. Yhtäältä AML asettaa tietyt yleiset vaatimukset toiminnalle julkisissa ostotarjouksissa, toisaalta itsesääntelyelimet ja etenkin Arvopaperimarkkinayhdistys antavat ohjeita ja määräyksiä hyväksyttäviin menettelytapoihin liittyen.⁸⁸ Tilannetta voisi kuvata niin, että lainsäätäjällä on yleisten periaatteiden nojalla luonut tietynlaiset lainsäädäntöön palautettavat vähimmäisvaatimukset, joiden tulkinta ja täsmentäminen tapahtuu julkisiin ostotarjouksiin liittyvien itsesääntely- ja valvontaelinten toimesta.

Arvopaperimarkkinoita yleisesti koskevien AML 1 luvun säännösten lisäksi lakiin on epäsuorasti otettu kaksi täsmennystä julkisiin ostotarjouksiin liittyvän hyvän arvopaperimarkkinatavan sisällöstä. AML 11 luvun 7-8 § pitävät sisällään tasapuolisuus- ja edistämiskaavat julkisissa ostotarjouksissa. AML 11 luvun 7 §:n mukaan *julkisen ostotarjouksen tekijä ei saa asettaa kohdeyhtiön 1 §:ssä tarkoitettujen arvopaperien haltijoita eriarvoiseen asemaan*. Tasapuolisen kohtelun vaatimuksen ydintavoitteena on, että 1 §:n tarkoittamien arvopapereiden omistajia ei aseteta keskenään eriarvoiseen asemaan siten, että toiminnasta aiheutuu oikeudenmenetyksen

⁸⁷ Häyrynen-Kajala 2013, s. 48.

⁸⁸ Itsesääntelyelimenä toimivan Arvopaperimarkkinayhdistyksen legitimitetti perustuu sellaisten ohjeiden ja tulkintasuositusten antamiseen, joita yhdistyksen jäsenet sitoutuvat noudattamaan. Malli on peräisin Ruotsin vastaavanlaisesta järjestelmästä, vaikka kotimainen sääntely eroaakin tietyiltä osin Ruotsin markkinasääntelystä. Ks. HE 32/2012 vp, s. 153.

vaara. Vaatimus on arvopaperilajikohtainen, jolloin samaan lajiin kuuluvien arvopaperien omistajille ei ole sallittua asettaa toisistaan poikkeavia tarjousehtoja esimerkiksi maksettavan vastikkeen määrän tai laadun osalta. Vapaaehtoisesti tehty ostotarjous voi koskea vain osaa yhtiön osakkeista, mutta tällaisessakaan tilanteessa ostotarjouksen tekijä ei voi kohdentaa tarjoustaan niin, että tarjous koskee vain tiettyjä saman lajisten arvopapereiden omistajia, vaan ainoastaan ennalta määrättyä joukkoa arvopapereita.⁸⁹

Tasapuolisen kohtelun vaatimus ulottuu kuitenkin osaltaan myös erilajisten arvopapereiden haltijoiden keskinäisiin suhteisiin niin, että tarjoukset erilajisista arvopapereista tulee olla järkevässä ja oikeudenmukaisessa suhteessa keskenään.⁹⁰ Tasapuolisen kohtelun vaatimus ulottuu niin ikään muihinkin tarjouksen ulkopuolisiin sopimuksiin ja järjestelyihin, mikäli näillä on läheinen liityntä varsinaiseen ostotarjoukseen. Vastikkeen ja ehtojen ei kuitenkaan edellytetä olevan yhtäläisiä ostotarjouksen kanssa silloin, kun esimerkiksi ostotarjousta edeltävä transaktio voidaan kokonaisuutena arvioiden katsoa puhtaasti tarjouksesta erilliseksi liiketoimeksi.⁹¹ Tasapuolisen kohtelun vaatimuksen rajat näyttäisivät tulevan käsitteen yleisluontoisuudesta huolimatta vastaan kuitenkin silloin, kun jokin sopimusperusteinen järjestely voidaan katsoa kokonaisuutena tarkastellen irralliseksi varsinaisesta ostotarjouksesta, vaikka kyseessä olisikin yrityskauppaa etäisesti taustoittavasta liiketoimesta.

Tasapuolisen kohtelun vaatimuksen lisäksi AML asettaa julkisiin ostotarjouksiin sovellettavana yleisenä periaatteena velvollisuuden edistää ostotarjouksen toteutumista. Tarjouksen edistämisvelvollisuuden asettamisella vahvistetaan sijoittajansuojaa ja täydennetään AML 1 luvun 2 §:n mukaista kieltoa menetellä hyvän arvopaperitavan

⁸⁹ Häyrynen-Kajala 2013, s. 309.

⁹⁰ HE 6/2006 vp, s. 33.

⁹¹ Häyrynen-Kajala 2013, s. 312.

vastaisesti.⁹² Arvopaperimarkkinoita koskevien AML 1 luvun yleisten periaatteiden ja 11 luvun 7 §:ssä asetetun tasapuolisen kohtelun velvoitteen lisäksi edistämisvelvollisuus on katsottu julkisten ostotarjousten kohdalla niin perustavanlaatuiseksi seikaksi, että tämä on katsottu aiheelliseksi vahvistaa AML 11 luvun 8 §:ssä, jonka 1 momentin mukaan *julkisen ostotarjouksen tekijä ei saa omilla toimenpiteillään estää tai olennaisesti vaikeuttaa julkisen ostotarjouksen ja sen toteuttamiselle asetettujen ehtojen toteutumista.*

Kyseisen lainkohdan merkitys on kaksijakoinen. Edistämisvelvoitteen asettamisen lähtökohtana on vahvistaa sijoittajansuojaa varmentamalla ostotarjousten todenperäisyys, eli se, että tarjoukset ovat todellisia ja tarkoituksenmukaisesti suunniteltuja.⁹³ Julkisen ostotarjouksen mukaista kauppaa ei pääsääntöisesti tarvitse toteuttaa silloin, kun tarjouksen kannalta olennainen ehto, kuten esimerkiksi tavoiteltu omistusosuus, jää toteutumatta. Täyttymättä jäänyt ehto on kuitenkin oltava luonteeltaan olennainen yrityskauppaa kokonaisuutena tarkastellen, jolloin jonkin vähämerkityksellisen ehdon rikkoutuminen ei vielä merkitse tarjouksen raukeamista siinäkään tapauksessa, että ehdon täyttymättä jääminen ei olisi katsottavissa tarjouksen tekijän omasta toiminnasta johtuvaksi.⁹⁴ Ehdon merkityksellisyyden edellytys kaupasta vetäytymiseen oikeuttavana seikkana vahvistaa osaltaan tarjouksen todellisuutta ja sijoittajien kykyä arvioida yrityskaupan toteutumisen mahdollisuutta, sillä tarjoukseen ei näin ollen voida sisällyttää kaupan toteutumisen kannalta merkityksettömiä, mutta suuria epävarmuustekijöitä sisältäviä liitännäisehtoja.

Tarjouksen tekijä ei saa omilla toimillaan myöskään estää tai olennaisesti vaikeuttaa ehtojen toteutumista, toisin sanoen ehtojen täyttymättä jääminen ei tule lähtökohtaisesti olla tarjouksen tekijän toiminnasta johtuva lopputulos. Ostotarjouksen ehdot eivät

⁹² Säännöksen sijoittajansuojallinen ulottuvuus kytkeytyy hyvään arvopaperimarkkinatapaan liitettävissä oleviin velvoitteisiin, jotka estävät tarjouksen tekijää aiheuttamasta haittaa markkinoille. Epävarma julkinen ostotarjous aiheuttaa hämmennystä markkinoille esimerkiksi hinnanmuodostukseen liittyvien seikkojen osalta, jonka vuoksi ostotarjoukselta ja tarjouksen tekijältä edellytetään tiettyä vilpittömyyttä ja tarkoituksenmukaisuutta. Ks. *Parkkonen-Knuts* 2014, s. 490.

⁹³ HE 32/2012 vp, s. 140.

⁹⁴ Fivan MOK 9/2013, kohta 5.4.

myöskään saa olla sellaisia, että tarjouksen toteuttaminen olisi tosiasiallisesti tarjouksentekijän vapaassa harkinnassa.⁹⁵ AML 11 luvun 8 § 2 momentti asettaa tarjouksen tekijälle tai tämän kanssa yksissä tuumin toimivalle henkilölle myös erillisen kiellon luovuttaa kohdeyhtiön liikkeeseen laskemia osakkeita tai osakkeisiin oikeuttavia arvopapereita tarjousaikana ilman erityistä syytä tai ryhtyä muuhunkaan sellaiseen toimenpiteeseen, joka voi heikentää tarjouksen toteutumismahdollisuuksia. Erityinen syy voi liittyä esimerkiksi kilpailuviranomaisen päätökseen tai kilpailevaan ostotarjoukseen, mutta tällöinkin tieto luovutuksesta on julkistettava vähintään viisi arkipäivää ennen suunniteltua luovutusta.⁹⁶

Julkisen ostotarjouksen edistämisvelvollisuutta tarkasteltaessa on huomioitava, että kyseinen velvollisuus koskee ainoastaan tarjouksentekijää. Kohdeyhtiötä ei sen sijaan voida velvoittaa yhtäläisiin toimiin ostotarjouksen edistämiseksi. Kohdeyhtiön hallituksen on kuitenkin OYL 1 luvun 8 §:n mukaisesti huolellisesti toimien edistettävä yhtiön etua, jonka vuoksi osakkeenomistajien kannalta positiivinen ostotarjous luo hallitukselle velvoitteen toimia ostotarjouksen toteutumista edistävällä tavalla. Kohdeyhtiön hallituksen myötävaikuttaminen tarjouksen toteutumiseksi ei kuitenkaan koske sellaisia ostotarjouksia, jotka eivät kokonaisuutena arvostellen ole yhtiön ja osakkeenomistajien edun mukaisia. Tällöin kohdeyhtiöllä ei ole velvollisuutta toimia ostotarjousta edistävällä tavalla.⁹⁷

Osakkeenomistajien etua punnitessa huomio näyttäisi useimmiten kiinnittyvän premion määrään sellaisissa ostotarjouksissa, joissa vastikemuodoksi on valikoitunut puhdas rahavastike. Premiolla tarkoitetaan tässä tilanteessa kulloinkin kyseessä olevan arvopaperin markkinahinnan ja ostotarjouksessa asetetun hinnan erotusta. Vastike voi kuitenkin olla käteisen sijasta tarjottu myös osakkeina, tai näiden yhdistelmänä eli hybridivastikkeena. Osakkeenomistajien etua punnitessa premion määrän lisäksi

⁹⁵ HE 32/2012 vp, s. 139.

⁹⁶ HE 32/2012 vp, s. 139.

⁹⁷ HE 32/2012 vp, s. 140.

kaikkien vastikemuotojen osalta huomio kiinnitetään kaupan kohteena olevien tai vastikkeena tarjottavien osakkeiden mahdolliseen arvonkehitykseen tulevaisuudessa.⁹⁸

4 OSTOTARJOUSSÄÄNNÖSTÖ JA SIJOITTAJANSUOJA

4.1 Ostotarjousten ehdollisuus

Julkiset ostotarjoukset sisältävät usein ehtoja tarjouksen toteuttamiselle. Pääsääntöisesti julkiset ostotarjoukset noudattavat sidonnaisuutensa osalta varallisuus oikeudellisista oikeustoimista annetun lain eli oikeustoimilain (OikTL, 228/1928) säännöksiä esimerkiksi tarjouksesta vetäytymisestä ja ehtojen hyväksynnästä.⁹⁹ Kyseessä on kuitenkin perinteisestä sopimusoikeudellisesta tarjous-vastaus -asetelmasta poikkeava järjestely, jonka vuoksi julkisten ostotarjousten ehdoista ja tarjousvelvollisuuden syntymisestä on otettu myös omat erityissäännöksensä AML:iin.¹⁰⁰ Etenkin sijoittajansuojaan ja osakkeenomistajien yhdenvertaisuuteen liittyvät seikat edellyttävät julkisen ostotarjouksen ehtojen sisällöllisten mahdollisuuksien rajaamista pääsääntöistä sopimusvapautta kattavammin.¹⁰¹ Ostotarjouksen ehdollisuuden mahdollisuutta käsittelevä AML 11 luvun 15 § ja etenkin kyseisen pykälän 1 momentti asettaa lähtökohtaisen asettelun tarjouksen ehdoille molempien arvopaperimarkkinalainsäädännössä tunnistetun ostotarjousmuodon osalta:

⁹⁸ Hallituksen velvollisuus toimia huolellisesti yhtiön ja näin ollen osakkeenomistajien edun mukaisesti on objektiivinen lähtökohta julkisesta ostotarjouksesta annettavan lausunnon osalta. Joillakin osakkeenomistajalla saattaa kuitenkin olla myös subjektiivinen agenda edunmukaisesta tarjouksesta kieltäytymiselle, jolloin saatetaan päätyä niin sanottuun squeeze out -järjestelyyn eli OYL:n mukaiseen vähemmistöosakkeiden lunastusmenettelyyn.

⁹⁹ Häyrynen-Kajala 2013, s. 344.

¹⁰⁰ Julkisen ostotarjouksen sitovuutta koskevat kysymykset ratkaistaan kuitenkin varallisuus oikeudellisia oikeustoimia koskevien yleissäännösten ja -periaatteiden mukaisesti silloin, kun sitovuutta arvioidaan AML 11 luvun 16 §:n asettaman tarjousajan ulkopuolisesti. Ks. HE 32/2012 vp, s. 135.

¹⁰¹ Esimerkiksi pakollisen ostotarjouksen osalta sijoittajansuojalle annetaan etusija suhteessa sopimusoikeuden yleisiin sopimusvapauden periaatteisiin.

AML 1 luvun 15 § 1 momentti

Vapaaehtoisen ostotarjouksen tekijä voi asettaa ehtoja tarjouksen toteuttamiselle. Pakollinen ostotarjous voi olla ehdollinen vain tarvittavien viranomaispäätösten saamiselle. Ostotarjouksen tekijän tulee ilman aiheetonta viivytystä julkistaa tieto ostotarjouksen ehtojen täyttymisestä tai siitä, että ostotarjouksen tekijä luopuu vaatimasta ehtojen täyttymistä.

Kyseinen säännös on luonteeltaan yleinen, mutta erottaa selkeästi eri ostotarjousmuotojen ehtojen mahdollisuuden. Vapaaehtoista ostotarjousta voidaan luonnehtia eräänlaisena pääsääntönä, jonka poikkeuksena on tarjousvelvollisuuden syntyminen ja tästä seuraava pakollinen ostotarjous. Vapaaehtoisen ostotarjouksen ehdot ja vastike ovat lähtökohtaisesti tarjouksentekijän vapaassa harkinnassa, mutta arvopaperimarkkinoiden läpinäkyvyyden ja sijoittajien yhdenmukaisuuden vaatimuksien johdosta ehdoille on asetettu eräitä muotovaatimuksia.

Ostotarjouksen ehtojen on ensinnäkin oltava yhdenmukaisia AML 11 luvun 7 §:n asettaman tasapuolisen kohtelun vaatimuksen kanssa. Tämä tarkoittaa sitä, että ehdot eivät saa olla vaihtelevia esimerkiksi tarjottavan vastikkeen osalta sellaisten osakkeenomistajien kohdalla, joiden hallussa olevat arvopaperit kuuluvat samaan arvopaperilajiin.¹⁰² Fiva on katsonut, että tarjousten ehtojen on myös oltava riittävän selkeitä ja yksiselitteisiä, jotta osakkeenomistajilla olisi todellinen mahdollisuus arvioida ehtojen toteutumisen todennäköisyyttä. Ehtojen tulee olla kohtuudella todennettavissa, jolloin ehtojen täytyminen tai täyttymättä jääminen ei jäisi todellisesti ainoastaan tarjouksentekijän vapaaseen harkintaan. Ostotarjouksen tulee olla myös kohtuullinen siten, että tarjouksentekijän ja osakkeenomistajien oikeudet ja velvollisuudet ovat kokonaisarvioinnin perusteella tasapainoisessa suhteessa keskenään.¹⁰³ Tarjouksentekijälle on asetettu AML 11 luvun 8 §:ssä velvollisuus edistää

¹⁰² AML:n asettaman tasapuolisen kohtelun vaatimuksesta johtuen toisiinsa rinnastettavissa olevia osakeomistuksia tulee kohdella yhdenmukaisesti. Kohdeyhtiö saattaa kuitenkin olla laskenut liikkeelle useampia arvopaperisarjoja, jotka tuottavat erilaisia oikeuksia esimerkiksi äänivallan käyttöön tai osingonjakoon liittyen. Tällöin osakesarjat eivät ole rinnastettavissa toisiinsa, eikä tasapuolinen kohtelu näin ollen ulotu eritasoisten osakesarjojen omistajien välisiin suhteisiin. Ks. HE 6/2006 vp, s. 33.

¹⁰³ Fivan MOK 9/2013, kohta 44.

ostotarjouksen toteutumista, jonka mukaisesti Fiva on katsonut, ettei tarjouksentekijän tulisi vedota sellaiseen ehtoon, joka ei ole suunnitellun yrityskaupan kannalta kokonaisuutena arvioiden merkittävä. Tarjouksentekijän tulee ennen ehtoon vetoamista toimimaan ostotarjouksen ehtojen täyttymisen edistämiseksi siinä määrin, kun kohtuudella voidaan olettaa.¹⁰⁴

Toiseksi AML 11 luvun 15 § 1 momentin mukaan tarjouksentekijän on julkistettava tieto ehtojen täyttymisestä ilman aiheetonta viivytystä. Julkistamisvaatimus koskee säännöksen perusteella myös tietoa, jolla tarjouksen tekijä luopuu oikeudestaan vedota ehtojen täyttymiseen. Säännös kattaa lähtökohtaisesti ehdot kokonaisuutena siten, että julkistamisvelvollisuus koskee tilanteita, joissa kaikki ehdot ovat täyttyneet tai niiden täyttymisen vaatimisesta luovutaan.¹⁰⁵ Vaikka nimenomaista velvollisuutta ei olekaan, tarjouksentekijä voi kuitenkin julkistaa myös yksittäisiä ehtoja ja niiden täyttymiseen liittyviä seikkoja koskevaa informaatiota. Tällaiset osajulkistamiset lienevät kuitenkin tarpeellisia ainoastaan silloin, kun kyseessä oleva ehto on luonteeltaan erityinen tai ehdon toteutuminen on riippuvainen esimerkiksi kolmannelta taholta. Tällöin yksittäiseen ehtoon liittyvän tiedon julkistaminen edistää osakkeenomistajien tosiasiallista kykyä arvioida ostotarjousta ja sen toteutumisen todennäköisyyttä.

4.2 Tarjousvelvollisuus ja sijoittajansuoja

Pääsääntöisen vapaaehtoisen julkisen ostotarjouksen lisäksi osakkeenomistajalle saattaa tietyissä tilanteissa syntyä AML:n mukainen velvollisuus tarjouksen tekemiseen. Pakollista julkista ostotarjousta sääntelevä lainkohta on olennainen osa arvopaperimarkkinaoikeudellista sijoittajansuojaa.¹⁰⁶ Kyseinen AML 11 luvun 19 § on suojasäännös, jonka tarkoituksena on turvata vähemmistöomistajien asemaa tilanteessa, jossa tietyn osakkeenomistajan osakeomistus ja äänivalta yhtiössä kasvaa merkittävän suureksi.¹⁰⁷ Niin kutsutun tarjousvelvollisuusrajan ylittyessä osakkeenomistaja on

¹⁰⁴ Fivan MOK 9/2013, kohta 45.

¹⁰⁵ HE 32/2012 vp, s. 145.

¹⁰⁶ *Parkkonen-Knuts* 2014, s. 493.

¹⁰⁷ HE 6/2006 vp, s. 43.

velvollinen tekemään ostotarjouksen kaikista jäljellä olevista yhtiön osakkeista ja osakkeisiin oikeuttavista arvopapereista, jolloin muille osakkeenomistajille annetaan mahdollisuus harkita, haluavatko nämä jatkaa yhtiön osakkaina äänivallan keskittymisestä huolimatta.¹⁰⁸ Pelkästään yksittäisen omistajan äänivallan kasvu ei sinällään loukkaa muiden osakkeenomistajien oikeuksia, mutta valtasuhteiden muutos saattaa johtaa esimerkiksi yhtiön liiketoiminnan muutoksiin. Tällöin on perusteltua, että vähemmistöön jääneille osakkeenomistajille avautuu todellinen mahdollisuus hankkiutua osakkeistaan eroon käypään hintaan. AML 11 luvun 19 § asettaa kaksi omistusrajaa, joiden ylittyessä osakkeenomistaja on velvollinen tekemään ostotarjouksen yhtiön muista osakkeista:

AML 11 luvun 19 §

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.

Säännöksen mukaan ostotarjous on tehtävä osakkeenomistajan ääniosuuden kasvaessa yli 30 tai 50 prosentin. Sen sijaan sillä, millä tavoin ääniosuusraja on ylitetty, ei vaikuttaisi olevan merkitystä.¹⁰⁹ Ostotarjousdirektiivistä poiketen AML:n mukaista tarjousvelvollisuuden syntymistä ei ole sanamuodostaan huolimatta sidottu osakkeiden todelliseen hankintaan, vaan myös yksissä tuumin toimivien henkilöiden yhteisen ääniosuuden liputusrajat ylittävä kasvu johtaa velvollisuuteen tehdä ostotarjous yhtiön muista osakkeista.¹¹⁰ Ääniosuuden yhteenlaskun ulottaminen tällaisiin yhteenliittyviin ilman varsinaisia osakkeenhankintaa vahvistaa vähemmistösijoittajien asemaa ja estää

¹⁰⁸ Häyrynen-Kajala 2013, s. 351.

¹⁰⁹ AML 11 luvun 6 §:n mukaan tarjousvelvollisuuteen liittyvät säännökset koskevat myös sellaista tahoa, joka ei omista osakkeita, mutta jonka ääniosuus ylittää 19 §:ssä asetetut liputusrajat.

¹¹⁰ Ostotarjousdirektiivin 5 artiklan 1 kohdan mukaan tarjousvelvollisuus syntyy, jos ”luonnollinen henkilö tai oikeushenkilö yksin tai tällaisen henkilön kanssa yhdessä toimivat henkilöt ovat hankkineet 1 artiklan 1 kohdassa tarkoitetun yhtiön arvopapereita...”.

tarjousvelvollisuutta käsittelevän säännöksen kiertämisen siten, että yksin toimimisen sijasta kohdeyhtiön tosiasiallinen määräysvalta saataisiin keskitettyä muodostamalla useammasta eri toimijasta koostuva yksikkö.

Kaksiportaisen tarjousvelvollisuuden merkitys liittyy vahvasti sijoittajansuojaan, mutta asetettujen rajojen merkityksestä äänivaltaa tosiasiallisesti käyttävien omistajien toimintaan on havaittavissa argumentteja puolesta ja vastaan. ensimmäisen 30 prosentin rajaa on perusteltu sillä, että pörssinoteerattujen osakeyhtiöiden yhtiökokouksissa on vain harvoin paikalla kaikki tai lähes kaikki osakkeenomistajat.¹¹¹ Pörssi-yhtiöiden omistuspohja saattaa olla hajaantunut laajalle joukolle osakkeenomistajia, jolloin jo merkittävästi 50 prosenttia pienempi ääniosuus voi mahdollistaa tosiasiallisen määräysvallan käytön yhtiökokouksien päätöksissä. Toisaalta mikäli tarjousvelvollisuuden raja olisi yksiportaisesti rajattu ainoastaan 30 prosenttiin, sijoittajansuoja saattaisi tosiasiallisesti heikentyä etenkin sellaisissa yhtiöissä, joissa suurimmilla omistajilla olisi jo valmiiksi kolme kymmenesosaa yhtiön osakkeista ja äänistä.¹¹² Tämän vuoksi kaksiportaisuuden merkitys on katsottu olevan tärkeä, sillä 30 prosentin lisäksi asetettu 50 prosentin tarjousvelvollisuusraja toimii käytännössä sijoittajansuojan toisena vyöhykkeenä. Mikäli osakkeenomistajan omistusosuus nousee yli 50 prosentin, yhtiökokouksiin osallistuvien omistajien määrällä tai omistuspohjan hajautumisella ei ole enää vaikutusta, vaan tällöin enemmistöomistajalla on joka tapauksessa todellinen määräysvalta yhtiössä.

Tarjousvelvollisuuden synnyttävien rajojen määrittäminen on pitkälti jätetty kansallisten lainsäätäjien vastuulle, sillä ostotarjousdirektiivin 5 artiklan 1 kohdassa viitataan rajojen osalta ainoastaan määräysvallan synnyttävään ääniosuuteen. Sijoittajansuojan näkökulmasta ajatellen pakollisen ostotarjouksen laukaisevien omistusosuusrajoiden asettaminen ja perustelu ovat kuitenkin jäsenvaltiosta riippumatta sidotut samoihin päämääriin, jolloin direktiivin avoimuudesta huolimatta tarjousvelvollisuuden rajat ovat muodostuneet suhteellisen samankaltaisiksi EU-alueella. Tämä on huomattavissa

¹¹¹ Häyrynen-Kajala 2013, s. 353.

¹¹² HE 6/2006 vp, s. 43.

erityisesti AML:n mukaisen alemman 30 prosentin tarjousvelvollisuusrajan osalta, joka vastaa pitkälti yleiseurooppalaista linjaa määräysvallan synnyttävästä ääniosuudesta.¹¹³

4.3 Poikkeukset sijoittajansuojaan rajanylitystapauksissa

Tarjousvelvollisuuden syntyminen tiettyjen omistusrajojen ylittämisen seurauksena on arvopaperimarkkinaoikeudellinen lähtökohta. Kattavan sijoittajansuojan luominen edellyttää osakkeenomistajien vaihtoehtojen laajentamista tilanteissa, joissa kolmas osapuoli tavoittelee todellisen ääni- ja määräysvallan saavuttamista yhtiössä. Kaksiportaista tarjousvelvollisuutta koskeva AML 11 luvun 19 § tuleekin pääsääntöisesti sovellettavaksi aina, kun osakkeenomistaja tai yksissä tuumin toimivat tahot ylittävät pakollisen ostotarjouksen tekemiseen asetetut omistusrajat. Tarjousvelvollisuuteen on kuitenkin säädetty poikkeuksia tilanteissa, joissa yhtiön muita osakkeenomistajia ei ole katsottu aiheelliseksi suojata tarjousvelvollisuuden asettamisella, vaikka omistusraja onkin syystä tai toisesta ylitetty.

Lakisääteisiä poikkeuksia pakollisen ostotarjousvelvollisuuden sivuuttamiseksi on yhteensä viisi kappaletta, jotka on kirjattu AML 11 luvun 21 §:n viiteen eri momenttiin. Ensimmäinen poikkeus ostotarjouksen tekemiseen on käsillä silloin, kun tarjousvelvollisuuden rajan ylittävät kohdeyhtiön osakkeet on hankittu aiemmalla ostotarjouksella, joka on koskenut yhtiön kaikkia liikkeeseen laskettuja osakkeita sekä näihin oikeuttavia arvopapereita. Uuden ostotarjouksen tekemiseen velvoittavia sijoittajansuojallisia toimenpiteitä ei tällöin vaadita, sillä osakkeenomistajilla olisi ollut mahdollisuus halutessaan yhtyä aiempaan ostotarjoukseen, joka laajuudeltaan vastaa pakollista ostotarjousta.¹¹⁴ Ensimmäisen momentin poikkeus tarjousvelvollisuudesta ostotarjouksen perusteella käsittää kuitenkin myös tilanteet, joissa alkuperäinen ostotarjous ei ole laajuudeltaan vastannut pakollista ostotarjousta. Mikäli ostotarjous on tehty vain esimerkiksi osasta yhtiön osakkeita, tarjousvelvollisuus syntyy vasta silloin, kun hankittujen osakkeiden äänioikeus on siirtynyt ostotarjouksen tekijälle. Sijoittajia ei

¹¹³ The Takeover Bids Directive Assessment Report, s. 39.

¹¹⁴ Häyrynen-Kajala 2013, s. 360.

luonnollisesti ole tarpeen suojata tilanteessa, jossa ostotarjous on esimerkiksi mahdollisuus perua ehtojen täyttymättä jäämisen vuoksi. Suojantarve realisoituu vasta silloin, kun tarjouksen tekijän on mahdollista käyttää osake-enemmistöön liittyvää äänioikeutta yhtiössä.¹¹⁵

Toinen poikkeus liittyy rajanylitystapauksiin, joissa yhtiön suurintäänivaltaa käyttävä osakkeenomistaja ei vaihdu 30 prosentin rajan ylittämisestä huolimatta. Tarjousvelvollisuuden muodostavien omistusrajojen sekä niihin liittyvien poikkeusten on tarkoitus suojata muita osakkeenomistajia tilanteissa, joissa arvopaperitransaktioiden seurauksena jokin sijoittaja saa haltuunsa todellisen äänivallan käyttämisen mahdollistavan osan yhtiön osakkeista. AML 11 luvun 21 § 2 momentin poikkeuksen mukaan tarjousvelvollisuutta ei siten synny, mikäli osakkeenomistajan ääniosuus ylittää 30 prosentin rajan tapauksessa, jossa toisella osakkeenomistajalla on vielä tätäkin suurempi osuus yhtiön osakkeista ja äänistä. Tällöin todellisen äänivallan käyttö ei siirry ylityksestä huolimatta. Tarjousvelvollisuus syntyy vasta silloin, kun yhtiön ylin äänivalta tosiasiallisesti siirtyy.¹¹⁶ Tämä merkitsee sitä, että poikkeus koskee vain 30 prosentin rajaa. Todellinen äänivalta muodostuu tai siirtyy aina, kun osakkeenomistaja hankkii yli 50 prosenttia kaikista yhtiön osakkeista ja niihin oikeuttavista arvopapereista.

Kolmas poikkeus tarjousvelvollisuudesta koskee niin sanottua passiivista ylitystä. Osakkeenomistajalle ei voi muodostua velvollisuutta tehdä julkinen ostotarjous silloin, kun AML:n mukaisen rajaprocentin ylittäminen johtuu kolmannen tahon, kuten toisen osakkeenomistajan tai kohdeyhtiön, toiminnasta. Tällainen tilanne saattaa olla käsillä esimerkiksi silloin, kun yhtiön aikaisempi enemmistöomistaja myy osakkeitaan hajautetulle ostajajoukolle. Tarjousvelvollisuus syntyy vasta, kun passiivisesti omistusrajan ylittänyt osakkeenomistaja hankkii tai merkitsee uusia osakkeita eli aktiivisesti kasvattaa itse ääniosuuttaan.¹¹⁷

¹¹⁵ *Parkkonen-Knuts* 2014, s. 514.

¹¹⁶ *Häyrynen-Kajala* 2013, s. 360.

¹¹⁷ *Häyrynen-Kajala* 2013, s. 360.

Neljännän momentin muodostaman poikkeus syntyy tilanteessa, jossa yksissä tuumin toimivat henkilöt ylittävät kollektiivisesti tarjousvelvollisuuden rajan. Pääsääntöisesti yksissä tuumin toimivien henkilöiden ääniosuudet lasketaan yhteen tarjousvelvollisuuden syntymistä laskettaessa. Velvollisuutta ei kuitenkaan ole silloin, kun osakkeenomistajat toimivat yhdessä ainoastaan julkisen ostotarjouksen tekemistä varten. Muita osakkeenomistajia ei tällöin ole tarpeen suojata velvoittamalla yhteistyössä toimivat tahot pakolliseen ostotarjoukseen. Pakollisen ostotarjouksen ei ole sallittua sisältää ehtoja samalla tavoin kuin vapaaehtoinen tarjous, joten säännöksellä on myös tarjouksen tekemistä koskeva myönteinen ulottuvuus. Mikäli kyseessä olevaa poikkeusta ei olisi, yhteenliittymät eivät voisi tehdä suunnitellusti ehdollisia ostotarjouksia silloin, kun toimijoiden yhteenlaskettu ääniosuus kohdeyhtiön osakkeista ylittäisi tarjousvelvollisuusrajan. Yksissä tuumin toimivien osakkeenomistajien poikkeuksenmukainen yhteistoiminta rajoittuu kuitenkin vain ostotarjousvaiheeseen. Näin ollen yhteistyön sallittavuus lakkaa silloin, jos ostotarjous jää toteutumatta.¹¹⁸

Kaksiportaisen tarjousvelvollisuusrajan voisi kuvitella johtavan kuitenkin tilanteisiin, joissa samalle osakkeenomistajalle syntyisi mahdollisesti jopa kaksi kertaa velvollisuus tehdä pakollinen ostotarjous. Tahattomien rajanylitystapausten vuoksi AML 11 luvun 21 § 5 momentissa on asetettu kuukauden määräaika, jonka kuluessa tarjousvelvollisuuden ylittävästä äänimäärästä on luovuttava velvollisuuden välttämiseksi. Mikäli osakkeenomistaja, jonka ääniosuus on ylittänyt joko 30 tai 50 prosenttia, luopuu rajat ylittävästä osuudesta määräajan kuluessa, tarjousvelvollisuutta ei synny. Väärinkäytöstapausten vuoksi lisäedellytyksenä tarjousvelvollisuuden välttämiseen on asetettu äänivallan käyttökielto kyseisen ajanjakson aikana. Rajanylittävän ääniosuuden vähentämiseen asti osakkeenomistaja tai tämän kanssa yksissä tuumin toimivat henkilöt eivät saa käyttää lainkaan äänivaltaa yhtiössä.¹¹⁹ Äänivallan käyttö kohdeyhtiössä mahdollistuu äänimäärän vähentyessä alle tarjousvelvollisuusrajan ja tarjousvelvollisuuden poistuminen on julkistettava välittömästi.

¹¹⁸ Häyrynen-Kajala 2013, s. 362.

¹¹⁹ HE 32/2012 vp, s. 148.

4.4 Finanssivalvonnan oikeus poikkeuksen myöntämiseen

Mielenkiintoista tarjousvelvollisuudelle asetettujen poikkeusten tarkastelussa on se, että suoraan lain nojalla säädettyjen AML 11 luvun 21 §:ssä listattujen erityistilanteiden lisäksi lainsäätaja on jättänyt Fivalle eräänlaisen takaportin poikkeusten myöntämiseksi. AML 11 luvun 26 § 1 momentin mukaan *finanssivalvonta voi erityisestä syystä hakemuksesta myöntää luvan poiketa tarjousvelvollisuudesta ja muista tässä luvussa säädettyistä velvollisuuksista edellyttäen, ettei poikkeus ole vastoin 1 luvun 2–4 §:n yleisiä säännöksiä eikä tämän luvun 7 ja 8 §:n eikä ostotarjousdirektiivin 3 artiklan yleisiä periaatteita*. Tämä tarkoittaa sitä, että laissa säädettyjen tarjousvelvollisuuteen liittyvien poikkeusten lista ei ole tyhjentävä. Osakemarkkinoiden monimuotoisuuden seurauksena osakkeenomistukseen ja ääniosuuksiin liittyviä yksittäisiä erityistilanteita on lähes mahdotonta säännellä tasapuolisesti ja kattavasti, jonka vuoksi markkinoiden toimivuuden sekä sijoittajansuojan kannalta on tärkeää, että tarjousvelvollisuudesta on mahdollista poiketa myös ennalta määrittelemättömissä tilanteissa Fivan tarveharkinnan perusteella.

AML 11 luvun 26 §:n varsinaista tarkoitusta ei ole yksityiskohtaisesti määritelty lain esitöissä, vaan näissä viitataan vain esimerkinomaisesti tilanteisiin, joissa tarjousvelvollisuudesta voitaisiin poiketa.¹²⁰ AML 11 luvun 31 § valtuuttaa kuitenkin Fivan antamaan tarkempia määräyksiä poikkeusluvan perusteista.¹²¹ AML:n julkisia ostotarjouksia koskevien ja etenkin tarjousvelvollisuuteen liittyvien säännösten ensisijainen tarkoitus on kuitenkin sijoittajansuojan varmistaminen, joka kaventaa poikkeusten myöntämisen arviointiperusteita. Fiva on itse painottanut kokonaisarvion merkitystä poikkeuksen myöntämistä harkitessa, jolloin huomio kiinnitetään 26 §:ssä mainittuihin säännöksiin ja yleisiin periaatteisiin sekä poikkeusluvan merkitykseen vähemmistöosakkeenomistajien todelliseen asemaan. Lupaharkinnassa pyritään myös

¹²⁰ Lainsäätaja on katsonut tarjousvelvollisuudesta poikkeamisen mahdolliseksi esimerkiksi sukupolvenvaihdostilanteissa ja silloin, kun äänivalta siirtyy saman määräysvaltaapiirin sisällä. Ks. HE 32/2012 vp, s. 150.

¹²¹ AML 11 luvun 31 § on määräyksenantovaltuutus, jossa Fivalle annetaan muiden valtuutusten lisäksi oikeus antaa tarkempia määräyksiä poikkeusten myöntämisen perusteista. Fiva on sisällyttänyt poikkeusarviointiin liittyvät perusteet kokoelmaansa MOK 9/2013.

selvittämään, onko vähemmistöosakkeenomistajat tienneet jo etukäteen järjestelystä tai pystyneet vaikuttamaan sen sisältöön.¹²²

Osakkeenomistajien etukäteinen tietämys tarjousvelvollisuusrajan ylittävästä hankkeesta voi olla peruste tarjousvelvollisuudesta poikkeamiselle etenkin tilanteissa, joissa asiaa on käsitelty esimerkiksi yhtiökokouksessa ja vähemmistöomistajat ovat kannattaneet järjestelyä.¹²³ Tarjousvelvollisuuden synnyttävän lainkohdan tarkoitus on suojata vähemmistöosakkeenomistajia, joten tällainen menettely saattaa johtaa suojantarpeen poistumiseen ja poikkeukseen tarjousvelvollisuudesta. Vähemmistöosakkeenomistajien mahdollisesta ennakkotiedosta ja järjestelyn puoltamisesta huolimatta poikkeusta ei voitane kuitenkaan myöntää AML 11 luvun 26 §:n edellytysten jäädessä muutoin täyttymättä. Tämä tarkoittaa sitä, että vaikka järjestely olisi sinänsä käsitelty ja osakkeenomistajien joko hiljaisesti tai suoranaisesti hyväksymä, poikkeusta tarjousvelvollisuuteen ei tulisi kuitenkaan myöntää, mikäli tämä johtaisi esimerkiksi osakkeenomistajien eriarvoiseen kohteluun AML 11 luvun 7 §:n nojalla.

AML 11 luvun 19 §:n mukaiseen tarjousvelvollisuuteen myönnettävät poikkeukset voivat olla voimassa joko toistaiseksi tai erikseen asetetun määräajan. Määräajaksi myönnetyn poikkeusluvan voimassaoloaikana hakijan tulee laskea osake- ja äänimistuksensa alle tarjousvelvollisuusrajan. Mikäli olosuhteet ovat kuitenkin muuttuneet merkittävästi luvan hakemisen jälkeen, osakkeenomistaja voi hakea uutta poikkeuslupaa. Fiva voi asettaa poikkeusluvalle myös ehtoja, esimerkiksi sen, ettei hakija saa kasvattaa olemassa olevaa äänimääräänsä kohdeyhtiössä.¹²⁴ Tarjousvelvollisuuden syntyminen on kuitenkin nimenomaisesti vähemmistöosakkeenomistajia suojaava säännös, jolloin ennen poikkeusluvan myöntämistä vähemmistön asema ja oikeudet on oltava turvatut muulla tavalla. On myös muistettava, että tarjousvelvollisuuden syntyminen AML 11 luvun 19 §:n perusteella on vahva pääsääntö, johon on erityistilanteita silmällä pitäen säädetty

¹²² Fivan MOK 9/2013, kohta 6.4 (19).

¹²³ *Parkkonen-Knuts* 2014, s. 519.

¹²⁴ Fivan MOK 9/2013, kohta 6.4 (23).

joitakin poikkeuksia. Poikkeusten soveltamiselle on aina oltava perusteltu syy, sillä nämä osaltaan heikentävät vähemmistöosakkeenomistajien suojaa, joka taas on ostotarjoussääntelyn ehdoton lähtökohta.

4.5 Yhtiöoikeuden merkitys sijoittajansuojaan ostotarjouksissa

Julkisten ostotarjousten pääasiallinen viranomaissääntely perustuu arvopaperimarkkinalakiin. Etenkin vähemmistöosakkeenomistajia koskevat suoja säännökset ovat pitkälti kirjattu AML:ään ostotarjousdirektiiviin perustuen. Sijoittajansuojaan liittyy AML:n lisäksi kuitenkin myös OYL:n säännöksiä, joita sovelletaan etenkin kohdeyhtiön hallituksen toimiin ja vähemmistön lunastusoikeuteen liittyvissä kysymyksissä. AML 11 luku sisältääkin eräänlaisia viittaussäännöksiä OYL:ään sijoittajansuojaan liittyen. Vaikuttaisi siltä, että syynä tällaiseen säännöstönjakoon on puhtaasti käsillä olevien OYL:n lainkohtien soveltuvuus myös julkisten ostotarjousten ulkopuolisiin yhtiöoikeudellisiin tilanteisiin, jolloin suoja säännösten edut saavutetaan tehokkaimmin viittaussäännöksillä kaksinkertaisen säätämisen sijasta.

AML 11 luvun 14 § sääntelee kohdeyhtiön hallituksen toimien ja sijoittajansuojan välistä suhdetta. Pykälän mukaisesti kohdeyhtiön hallituksen on siirrettävä asia yhtiökokouksen päätettäväksi silloin, kun julkisen ostotarjouksen tietoon tulon jälkeen hallitus aikoo käyttää OYL 9 luvun 2 § 2 momentin mukaista osakeantivaltuutusta tai päättää OYL 6 luvun 2 § 1 momentissa asetetun yleistoimivallan perusteella sellaisista toimista, jotka estävät tai saattavat estää taikka olennaisesti vaikeuttaa julkisen ostotarjouksen tai sen ehtojen toteutumista. Siirtoa ei pykälän mukaisesti tarvitse kuitenkaan tehdä silloin, kun menettely on OYL 1 luvun ja ostotarjousdirektiivin 3 artiklan mukainen ja syy siirtämättä jättämiseen julkistetaan viipymättä. Säännös perustuu ostotarjousdirektiivin 9 artiklan mukaisiin puolustustoimenpiteisiin ja 3 artiklan 1 kohdan c alakohtaan, jonka mukaan kohdeyhtiön hallituksen on toimittava koko yhtiön edun mukaisesti eikä yhtiön johto saa evätä osakkeenomistajilta mahdollisuutta päätöksentekoon tarjousehtojen arvioinnin perusteella. Ostotarjouksen julkistamisen jälkeen kohdeyhtiön hallituksen olisi näin ollen saatava

osakkeenomistajilta nimenomainen suostumus ryhtyessään AML 11 luvun 14 §:ssä mainittuihin toimiin.¹²⁵

Säännöksen sijoittajansuojallinen ulottuvuus käy ilmi siitä, että lainkohdalla poiketaan OYL 5 luvun säännöksiin liittyen yhtiökokouksen päätöksentekoon. Muutoin hallituksen yleistoimivaltaan kuuluvat toimenpiteet ovat AML 11 luvun 14 §:n mukaisesti tietyissä tilanteissa siirrettävä osakkeenomistajien päätettäväksi, mikäli toimet estäisivät tai olennaisesti vaikeuttaisivat julkisen ostotarjouksen toteutumista. Hallitus voi kuitenkin pykälän mukaisesti päättää asian siirtämättä jättämisestä, mutta tällöin yhtiön johdon on viipymättä perusteltava päätöksensä. Päätös asian siirtämättä jättämisestä voinee olla perusteltu lähinnä OYL 1 luvun yleisten periaatteiden perusteella, sillä mikäli kohdeyhtiön hallitus menettelee OYL:n mukaisesti yhtiön ja osakkeenomistajien etua edistävällä tavalla, sijoittajansuojaan kytkeytyvää yhtiökokouksen käsittelyä ei ole tarpeen järjestää. Siirtämättä jättäminen voikin olla perusteltua esimerkiksi tapauksissa, joissa ostotarjouksen sisällöllisten seikkojen perusteella on selvää, ettei tarjous ole syystä tai toisesta osakkeenomistajien edun mukainen.

Julkisen ostotarjouksen tai sen olennaisten ehtojen toteutumiseen mahdollisesti vaikuttavan päätöksen seurausarviointi voi kuitenkin joissakin tilanteissa osoittautua haastavaksi. Koska kysymys on muutoinkin osakkeenomistajien oikeuksiin kytkeytyvästä säännöksestä, Fiva on esittänyt tällaista päätöksentekoa koskevan suosituksen, jonka mukaan kohdeyhtiön hallituksen tulisi aina pyytää lausunto AML 11 luvun 28 §:ssä tarkoitettulta itsesääntelyelimeltä silloin, kun se aikoo käyttää AML 11 luvun 14 §:n mukaista osakeantivaltuutusta tai muutoin jättää siirtämättä pykälässä mainitun asian yhtiökokouksen käsiteltäväksi.¹²⁶

Julkista ostotarjousta ja sen toteutumista koskevan päätöksenteon lisäksi OYL:ssa säädetään osakkeenomistajan oikeudesta päästä eroon osakkeistaan käypään hintaan

¹²⁵ Häyrynen-Kajala 2013, s. 340.

¹²⁶ Fivan MOK 9/2013, kohta 4.4 (18).

silloin, kun toisen osakkeenomistajan ääni- ja osakeomistus ylittää 90 prosenttia yhtiön kaikista äänistä ja osakkeista. Lunastamista käsittelevä OYL 18 luvun 1 § ei ole AML:n viittaussäännös, sillä lainkohta soveltuu laajasti sekä arvopaperimarkkina- että yhtiöoikeudellisiin lunastustilanteisiin. Periaatteessa säännös voidaan kuitenkin nähdä AML 11 luvun 19 §:ssä säädetyn tarjousvelvollisuuden laajenuksena, sillä molempiin pykälisiin liittyy vahvasti yhtiön jäljelle jääneiden osakkeiden lunastus säädetyn rajan ylittyessä. Säännösten välillä vallitsee lopputuloksesta huolimatta merkittävä ero pakottavuuden osalta, sillä AML:n mukaisen osakeomistusrajan ylittyessä osakkeenomistajan on tehtävä julkinen ostotarjous loppuista yhtiön osakkeista, kun taas OYL:n säännöksen mukaan vähemmistöomistajat voivat vaatia osakkeidensa lunastamista osakkeenomistajan ylittäessä yhdeksän kymmenesosan rajan.¹²⁷ OYL 18 luvun 1 § ei myöskään ole yksioikoisesti vähemmistön suojausäännös, vaan lainkohta luo yhtäläisesti tarjouksentekijälle oikeuden lunastaa loput yhtiön osakkeista:

OYL 18 luvun 1 § 1 momentti

Se, jolla on enemmän kuin yhdeksän kymmenesosaa yhtiön kaikista osakkeista ja äänistä (lunastaja), on oikeutettu käyvästä hinnasta lunastamaan muiden osakkeenomistajien osakkeet. Osakkeenomistajalla, jonka osakkeet voidaan lunastaa (vähemmistöosakkeenomistaja), on vastaavasti oikeus vaatia osakkeidensa lunastamista.

Kyseinen säännös on selkeän kaksipuoleinen. Toisaalta vähemmistöä suojataan esimerkiksi tilanteessa, jossa julkisen ostotarjouksen tekijä on saanut yli yhdeksän kymmenesosaa yhtiöstä haltuunsa. Ostotarjouksia ajatellen kyseessä on osakkeenomistajille tietynlainen toinen mahdollisuus luopua osakkeistaan käypään hintaan silloin, kun nämä eivät ole esimerkiksi ryhtyneet alkuperäiseen ostotarjoukseen. Säännös on sijoittajansuojallisesti merkittävä, sillä alle 10 prosenttia yhtiön osakkeista ja äänistä omistavat osakkeenomistajat eivät käytännössä voi ohjata yhtiön

¹²⁷ Lunastusoikeuden ja -velvollisuuden yhtenä lähtökohtaisena tarkoituksena on suojata piensijoittajia tilanteissa, joissa yhtiön omistus on keskittynyt yhdelle omistajalle niin, että vähemmistöomistajien olisi vaikeaa tai lähes mahdotonta muutoin päästä osakkeistaan eroon käypään hintaan. Ks. *Nuutila-Saarnilehto* 2001, s. 25.

päätöksentekoa. OYL 5 luvun 26 ja 27 §:n mukaisesti yhtiökokouksen päätökset tehdään lähtökohtaisesti enemmistö- tai määräenemmistöpäätöksinä, jolloin vähemmistöomistajat eivät kykene todellisuudessa vaikuttamaan yhtiökokouksessa päätettäviin asioihin.¹²⁸

Säännöksen luoman sijoittajansuojan kääntöpuolena julkisten ostotarjousten tilanteissa on tarjouksen tekijän oikeus lunastaa kohdeyhtiön muiden osakkeenomistajien osakkeet silloin, kun ostotarjouksella on saatu yli 90 prosenttia yhtiön kaikista osakkeista. Tämä tarkoittaa sitä, että saatuaan haltuunsa yli yhdeksän kymmenesosaa yhtiön kaikista osakkeista ja äänistä, tarjouksen tekijä kykenee aloittamaan OYL:n mukaisen lunastusmenettelyn vähemmistöosakkeiden hankkimiseksi. Tältä osin sijoittajaa ei siis enää suojata tai aseteta erityisasemaan tarjouksen tekijään nähden, vaan pikemminkin varmistetaan lunastajan intressit kohdeyhtiön koko osakekannan saavuttamiseksi. Lunastusoikeus pitää sijoittajansuojan näkökulmasta kuitenkin sisällään sen, että lunastusmenettelyn ja -hinnan ei tule koitua vähemmistöosakkeenomistajille epäedulliseksi ostotarjoukseen nähden.¹²⁹ Vastikkeen määrän ja laadun lisäksi tämä tarkoittaa sitä, että lunastusmenettelyn noudattaessa OYL:n säädöksiä vähemmistöosakkeenomistajille ei tule aiheutua oikeudenmenetyksen vaaraa.¹³⁰

¹²⁸ Osakkeenomistajalta vaaditaan kuitenkin aina osakeomistuksen suuruudesta riippumatta suostumus OYL 5 luvun 29 §:n mukaisesti silloin, kun päätös koskee osakkeenomistajaa henkilökohtaisesti. Tällaisia suostumuksen alaisia päätöksiä ovat esimerkiksi yhtiöjärjestykseen otettava määräys voitto-osuuden vähentämisestä tai lunastusehdon liittäminen vain tiettyihin osakkeisiin. Alle 10 prosentin omistusosuus ei myöskään poista osakkeenomistajan oikeutta moittia yhtiökokouksen päätöksiä OYL 21 luvun 1§:n nojalla.

¹²⁹ Nuutila-Saarnilehto 2001, s. 25.

¹³⁰ HE 27/1977 vp, s. 108.

5 JULKISET OSTOTARJOUKSET JA MARKKINAVALVONTA

5.1 Valvonnan merkitys tehokkaiden markkinoiden turvaajana

Julkisilla ostotarjouksilla suoritettavien yritysjärjestelyiden ja muiden transaktioiden valvonnan merkitystä pohdittaessa huomion keskipisteessä ovat kaupankäyntiä ohjaavan sääntelyn perimmäiset tarkoitukset. Rahoitusmarkkinoiden tehokas toiminta on merkittäväyhtensä vuoksi varmistettava sekä kansallisesti että alueellisesti, sillä tehokkaan toiminnan tavoitteeseen yltäminen edellyttää ylikansallisen säännösten ja valvonnan lisäksi paikalliset olosuhteet huomioon ottavia kansallisia elementtejä. Arvopaperimarkkinoilla tapahtuva kaupankäynti on usein valtionrajat ylittävää toimintaa, jonka vuoksi kaupankäynnin yleiset tavoitteet ja säännöt on katsottu aiheelliseksi yhdenmukaistaa harmonisoinnilla esimerkiksi juuri EU-alueella.¹³¹

Julkinen ostotarjous saattaa vaikuttaa suuresti kulloinkin kyseessä olevan toimialan alueelliseen voimatasapainoon etenkin silloin, kun yrityskauppa vahvistaa merkittävästi tietyn toimijan asemaa kulloinkin kyseessä olevalla markkinasektorilla. Vaikutukset voivat ulottua maantieteellisten kilpailunäkökohtien lisäksi kaupan osapuolina olevien yritysten osakkeenomistajiin, joita voivat olla oikeushenkilöiden lisäksi luonnolliset henkilöt eli yksityiset sijoittajat. Arvopaperimarkkinoiden ja ostotarjousten sääntelyllä pyritään luomaan toimivat ja tehokkaat markkinat, mutta ilman valvontaa ja tehokkaita oikeussuojakeinoja säännösten noudattaminen ja tätä kautta näillä luotujen tavoitteiden saavuttaminen jäisi loppujen lopuksi markkinatoimijoiden kaupankäyntimoraalin varaan.

Markkina-avalvonnasta voidaan erottaa useita eri tasoja ja muotoja, jotka kaikki kuitenkin tähtäävät markkinoiden toiminnan tehokkuuteen omalla sektorillaan. Julkisilla ostotarjouksilla suoritettavien yritysjärjestelyiden valvonta voidaan karkeasti jakaa markkinoiden itsesääntelyelinten oikeuteen valvoa kaupankäyntiä markkinoilla sekä

¹³¹ Ostotarjousdirektiivi, sääntelyn yhtenäistämisen syyt kohdat 1-3.

suoranaiseen viranomaisvalvontaan. Itsesääntelyllisestä näkökulmasta merkittävimmät ostotarjouksiin liittyvät valvontatehtävät kuuluvat markkinapaikan ylläpitäjälle sekä AML 11 luvun 28 §:ssä tarkoitetuille riippumattomille itsesääntelyelimille.¹³² Markkinapaikan ylläpitäjän, Suomessa Helsingin pörssin, tehtävänä on valvoa arvopaperikaupankäyntiä laajemmin ja varmistaa sääntöjen sekä hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattaminen kaupankäynnissä. Pörssiyhtiöt ovat velvoitetut noudattamaan pörssin sääntöjä arvopaperimarkkinoilla toimiessaan riippumatta siitä, onko kysymys suoraan lainsäädännöllisestä oikeusohjeesta vai hyvän arvopaperimarkkinatavan kehittämiseen tähtäävästä, itsesääntelyn keinoin annetusta säännöksestä.¹³³

Pörssillä on oikeus saada listayhtiöiltä sellaisia tietoja, jotka ovat tarpeen valvontatehtävän suorittamiseksi. Tietojen saamiseksi pörssille on asetettu suhteellisen laajat toimintavaltuudet, kuten esimerkiksi oikeus suorittaa tarkastus kohdeyhtiössä tilintarkastajan tai muun asiantuntijan avulla. Valvontatehtävän täyttäminen edellyttää kuitenkin tietojensaannin lisäksi myös mahdollisuuksia puuttua havaittuihin väärinkäytöksiin tai rikkomuksiin. Puuttuminen merkitsee tässä yhteydessä joko varoitusta tai rahallista seuraamusta eli kurinpitomaksua sääntöjä rikkoneelle yritykselle. Pörssin valvonnassa havaitut rikkomukset käsitellään sekä pörssin että tämän asettaman kurinpitolautakunnan toimesta. Erityisen vakavan rikkomuksen tilanteessa kurinpitolautakunta voi myös esittää pörssille suosituksen arvopaperin poistamisesta listalta. Tällöin lautakunnan tulee antaa erillinen lausunto havaitun rikkeen vakavuudesta.¹³⁴

Itsesääntelyelinten valvontatehtävät ja -mahdollisuudet eroavat jonkin verran toisistaan. Pörssin osalta valtuutus sääntöjen antamiseen ja hyvän arvopaperimarkkinatavan valvontaan kattaa markkinat laajasti, mutta esimerkiksi julkisissa ostotarjouksissa noudatettavaa ostotarjouskoodia ylläpitävän Arvopaperimarkkinayhdistyksen toimivalta

¹³² Markkinapaikan ylläpitäjältä eli pörssiltä edellytetään LKR 3 luvun 2 §:n mukaisesti tehokkaita järjestelyjä, menettelyjä ja resurssija valvoa sekä viranomaissääntelyn että pörssin sääntöjen noudattamista.

¹³³ Nasdaq Helsinki Oy, pörssin säännöt 2018, kohta 1.1.1.

¹³⁴ Nasdaq Helsinki Oy, pörssin säännöt 2018, kohdat 9.2.1-4.

on hieman rajatumpi. Yhdistyksellä itsellään ei ole toimivaltaa puuttua ostotarjouskoodin suositusten noudattamatta jättämiseen ja valvontakin koostuu lähinnä suositusten noudattamisen seuraamisesta markkinoilla.¹³⁵ Koodi perustuu kuitenkin suurelta osin AML:n säännöksiin, jolloin yhdistys voi rikkomuksen havaittuaan raportoida koodin noudattamatta jättämisen Finanssivalvonnalle. Arvopaperimarkkinayhdistyksen ensisijainen keino varmistaa koodin ja hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattaminen on lausuntojen antaminen koodin suositusten ja ohjeiden tulkinnasta.

Arvopaperimarkkinoilla tapahtuvan kaupankäynnin ja markkinoita koskevien säännösten ja ohjeiden noudattamisen valvonta voi äkkiseltään vaikuttaa pirstaloituneelta, sillä viranomaisvalvonnan lisäksi markkinatoimijoille on jätetty tietynlainen velvollisuus valvoa kaupankäyntiä ja hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamista. Tällaisen valvontaperiaatteen edut käyvät kuitenkin ilmi kaupankäyntiä lähemmin tarkasteltaessa. Esimerkiksi julkisiin ostotarjouksiin liittyy paljon yksilöllisiä piirteitä ja noudatettavia säännöksiä on runsaasti. Säännösten tarkoitus on turvata kaupan osapuolten yhdenvertaisuus ja vähemmistön asema etenkin tasapuolisen kohtelun osalta, sekä varmistaa markkinoiden läpinäkyvyys ja yhdenmukaiset toimintatavat kaupankäynnissä. Tällöin on luontevaa, ettei valvonta ole keskitetyksi ainoastaan yhden instanssin vastuulla, vaan toimintaa valvotaan myös sisäisesti markkinoilla. Tämä mahdollistaa nopeamman puuttumisen havaittuihin epäkohtiin, joka puolestaan luo turvallisuuden tunnetta ja luotettavuutta vaihdantaan. Itsesääntelyn keinoin suoritettavan valvonnan vastapainona on kuitenkin oltava tehokas viranomaisvalvonta, joka Suomessa kuuluu pääasiallisesti Finanssivalvonnalle sekä Kilpailu- ja kuluttajavirastolle (KKV). Fivan toimivaltaan kuuluu arvopaperimarkkinoita ja julkisia ostotarjouksia ajatellen ensisijaisesti AML:n noudattamisen valvonta, kun taas KKV vastaa kilpailullisten näkökohtien käsittelystä esimerkiksi maantieteellisiä markkinoita koskevien kysymysten osalta.

¹³⁵ Arvopaperimarkkinayhdistyksen internetsivut, raportointi ja valvonta, <https://cgfinland.fi/yleista-itsesaantelysta/raportointi-ja-valvonta/> (viitattu 10.2.2019).

5.2 Finanssivalvonnan asema markkinavalvojana

Itsesääntelyelinten suorittaman markkinoiden sisäisen valvonnan lisäksi Fiva valvoo arvopaperimarkkinoiden toimintaa ja AML:n noudattamista ylimpänä kansallisena valvontaviranomaisena. Finanssivalvonnan toimivalta valvontaelimenä perustuu lakiin finanssivalvonnasta, jossa määritellään Fivan tehtävät ja tavoitteet. Toimivalta julkisten ostotarjousten ja muiden AML:n alaan kuuluvien markkinakäytäntöjen valvontaan määritellään lainsäädännössä erikseen. Julkisia ostotarjouksia pääasiallisesti sääntelevä AML 11 luku ei pidä erikseen sisällä valtuutusta Fivalle ostotarjousten valvontaan, vaan tätä koskeva säännös on otettu AML 1 luvun yleisiin säännöksiin, jonka vuoksi valvontavaltuus kattaa AML:n soveltamisalan kokonaisuudessaan:

AML 1 luvun 6 §

Tämän lain ja sen nojalla annettujen säännösten ja määräysten noudattamista valvoo Finanssivalvonta.

Finanssivalvonta ei kuitenkaan valvo kauppaa, jota Suomen Pankki käy arvopapereilla ja muilla rahoitusvälineillä rahapoliittisten tehtäviensä hoitamiseksi.

Finanssivalvonnan velvollisuudesta tehdä yhteistyötä Kuluttajaviraston kanssa tämän lain valvontaa koskevissa asioissa säädetään Finanssivalvonnasta annetussa laissa (878/2008).

Fiva on lähtökohtaisesti valvontaviranomainen, mutta voi antaa myös lain soveltamisen kannalta tarpeelliseksi katsomiaan määräyksiä ja ohjeita esimerkiksi arvopaperimarkkinoiden toimintaan liittyen.¹³⁶ Tältä osin julkisiin ostotarjouksiin liittyvä itsesääntely ja viranomaissääntely ovat lähellä toisiaan, koska sekä

¹³⁶ Fivan toimivalta pitää pääasiallisesti sisällään rahoitusmarkkinoihin liittyvän valvonnan, jonka tavoitteena on muun muassa ylläpitää luottamusta finanssimarkkinoiden toimintaan. Fivalla ei kuitenkaan ole OYL:ään perustuvaa toimivaltaa, vaan OYL:n julkisiin ostotarjouksiin liittyvien säännösten tulkinta ja ohjeistuksen antaminen kuuluu nykyisin Arvopaperimarkkinayhdistyksen ostotarjouslautakunnalle. Ks. tarkemmin Häyrynen-Kajala 2013, s. 293.

itsesääntelyelimet että viranomaiset ohjaavat kaupankäyntiä erilaisiin asiakokonaisuuksiin liittyvien tulkintasuositusten ja määräysten kautta. Fiva on antanut myös julkisiin ostotarjouksiin liittyvän säännöskokoelman *määräykset ja ohjeet 9/2013*, jossa Fiva antaa sekä velvoittavia määräyksiä että ohjeellisia tulkintasuosituksia julkisissa ostotarjouksissa noudatettavia käytänteitä koskien.¹³⁷ Määräykset ja ohjeet ovat suoraan velvoittavaa oikeutta AML 11 luvun 31 §:n perusteella, jossa Fivalle on asetettu erillinen valtuutus tiettyjen julkisia ostotarjouksia koskevien säännösten täsmentämisestä määräyksillä.

Fivan toimivalta ulottuu laajalle markkinoiden ja luottolaitosten vakauteen liittyvissä kysymyksissä. Kustakin markkinoihin liittyvästä osa-alueesta vastaa kulloinkin kyseessä olevaan aihepiiriin keskittynyt osasto. Julkisista ostotarjouksista, markkinapaikkojen toiminnasta ja muusta varsinaisesta kaupankäynnistä vastaa markkina- ja menettelytapavalvonnan osasto, joka on keskittynyt arvopaperimarkkinoiden valvontaan ja ohjaukseen kyseisellä sektorilla. Osaston valtuudet valvontatehtävien suorittamisesta ja käytettävistä keinoista on määritelty finanssivalvonnasta annetun lain 3 luvussa.

Tehokas valvonta edellyttää toimivaa tiedonvaihtoa valvojan ja valvottavan välillä, jonka vuoksi Fivalle on säädetty näennäisen laajat oikeudet tiedonsaantiin markkinatoimijoilta. Finanssivalvonnasta annetun lain 3 luvun 18 §:n mukaan *valvottavan ja muun finanssimarkkinoilla toimivan on salassapitosäännösten estämättä ilman aiheetonta viivytystä toimitettava Finanssivalvonnalle sen pyytämät tiedot ja selvitykset, jotka ovat tarpeen Finanssivalvonnalle laissa säädetyn tehtävän hoitamiseksi*. Kyseessä on markkinavalvontaan liittyvä yleissäännös, jolla luodaan Fivalle lähtökohtainen oikeus saada valvontatehtävänsä suorittamiseksi tietoja yritysten toiminnasta salassapitovelvoitteiden estämättä.¹³⁸ Tietojensaantivaltuus on jo sinällään laaja, mutta tämän lisäksi Fivalle on säädetty oikeus suorittaa tarkastuksia joko

¹³⁷ Fivan MOK 9/2013 käsittelee julkisia ostotarjouksia koskevaa AML 11 lukua ja tämän lisäksi Valtiovarainministeriön asetukseen tarjousasiakirjan sisällöstä ja julkistamisesta sekä näihin myönnettävistä poikkeuksista (VMA 1022/2012) liittyviä asiakokonaisuuksia. MOK 9/2013, kohta 2.1.

¹³⁸ Tietojensaantioikeus kytkeytyy kyseessä olevan pykälän perusteella kirjanpitolain (1336/1997) 5 luvun 1 §:n mukaiseen määräysvalta-asemaan. HE 66/2008 vp, s. 95.

omatoimisesti tai tehtävään erikseen valitun asiantuntijan toimesta tarvittavien tietojen saamiseksi. Asiallisesti tarkastuksen toimittaminen vastaa tietojensaantioikeutta koskevaa pykälää. Tämän mukaisesti tarkastus voidaan kohdistaa kaikkeen valvonnallisesti merkittävään aineistoon salassapitosäännösten estämättä.

Finanssivalvonnasta annetun lain mukainen valvontavaltuutus on tietojensaantioikeudellisesti kattava, mutta fyysiseen aineistoon pääsyn lisäksi Fivalle on säädetty oikeus kutsua kuultavaksi valvottavan oikeushenkilön edustaja tai laissa erikseen mainittu luonnollinen henkilö.¹³⁹ Julkisen ostotarjouksen tilanteessa kirjallisen aineiston tarkastamisen ohella Fivalla on oikeus kutsua kuultavaksi esimerkiksi ostotarjouksen tehneen yrityksen edustaja silloin, kun tarjouksen tekijä on laiminlyönyt AML:n mukaisia velvoitteita vaikkapa ostotarjouksen julkistamiseen tai edistämisvelvollisuuteen liittyen. Kuultavaksi kutsumisen perustunevat siihen, että asiakirjamateriaalin ohella luonnollisen henkilön kuuleminen edesauttaa tilanteen kokonaisuuden hahmottamista sekä oikeusvarmuuden toteutumista.

5.3 Toimenpideoikeudet ja seuraamusjärjestelmä

Tehokas valvonta edellyttää oikeasuhtaisia keinoja puuttua havaittuihin rikkomuksiin tai moitittavaan käyttäytymiseen. Fivalle onkin säädetty useita erilaisia keinoja ongelmatilanteiden ratkaisemiseen ja epäkohtien korjaamiseen. Markkinoiden toiminnalle haitallisten menettelytapojen korjaamiseksi ja ehkäisemiseksi säädetyt, Fivan käytössä olevat toimenpiteet jakautuvat pääasiallisesti toimenpidekieltoihin ja oikaisuvaatimuksiin, uhkasakkoon, varoitukseen sekä hallinnollisiin rike- ja seuraamusmaksuihin. Näistä varsinaisia hallinnollisia seuraamuksia ovat finanssivalvonnasta annetun lain 4 luvun 38-40 §:ssä säädetty eriaisteiset maksut sekä julkinen varoitus, kun taas kielto- ja oikaisu päätökset sekä uhkasakon asettaminen liittyvät pikemminkin Fivan varsinaisiin AML:n valvontavaltuuksiin. AML:n ja Finanssivalvonnasta annetun lain välinen valvontaoikeuksiin ja seuraamusten

¹³⁹ Finanssivalvonnasta annetun lain 3 luvun 18-20 §:ssä ovat listattuina tahot, joita kohtaan Fivalla on oikeus esittää vaatimus tietojen saamiseksi. Näitä ovat esimerkiksi oikeushenkilössä määräysvaltaa käyttämän toimielimen edustaja tai tilintarkastaja.

määräämiseen liittyvä suhde on rakennettu niin, että AML 17 lukuun on sisällytetty Fivan valvontavaltuuksiin kuuluvat toimenpideoikeudet sellaisinaan, kun taas hallinnolliset seuraamukset on koottu viittaussäännösten muodossa AML 15 lukuun.

Valvontaoikeuksia ja seuraamuksia tarkastellessa huomio kiinnittyy AML:n ja finanssivalvonnasta annetun lain tarkoitukseen. Molemmista säädöksistä löytyy suurelta osin samat säännökset valvontaan liittyvistä päätöksistä ja uhkasakon asettamisesta sekä hallinnollisista maksuista. Vastaus tällaiseen kahdesti samasta asiasta säätämisen tarkoituksenmukaisuuteen liittyneekin ainoastaan lakien väliseen suhteeseen. Finanssivalvonnasta annettu laki on Fivan toimintaa ja keinoja koskeva yleislaki, kun taas AML on ainoastaan arvopaperimarkkinoiden toimintaa säätelevä erityislaki. Valvontakeinoja ja hallinnollisia seuraamuksia tutkiessa törmätään toiseenkin mielenkiintoiseen yksityiskohtaan. Kieltopäätökset ja uhkasakon käyttö tehostekeinona eivät ole voimassa olevassa finanssivalvonnasta annetussa laissa laskettu hallinnollisiksi seuraamuksiksi, vaan näitä koskevat säännökset löytyvät valvontavaltuuksia käsittelevästä lain 3 luvusta. Lakia edeltäneessä hallituksen esityksessä HE 66/2008 nämä ovat kuitenkin sisällytetty hallinnollisia seuraamuksia koskeviin ehdotuksiin, jotka löytyvät luvusta 4. Lainsäätäjä on syystä tai toisesta siis kuitenkin katsonut lopullisessa lakitekstissä tarpeen erotella varsinaiset hallinnolliset seuraamukset kielto- ja oikaisupäätöksien antamisesta ja uhkasakon asettamisesta.

Fivan keinot puuttua AML:n säännösten rikkomiseen ja markkinoiden toimintaa haittaaviin menettelyihin ovat säädösten osittain sekavasta päällekkäisyydestä huolimatta laajat. Varsinaisten valvontavaltuuksien piiriin kuuluvia toimenpidekeinoja ovat AML 17 luvun mukaisesti yksittäistapauksiin sovellettavat 1 §:ssä säädetyt puuttumiskeinot, kielto- tai oikaisupäätöksen käyttäminen ja näiden tehostamiseksi tarpeen mukaan määrättävä uhkasakko.¹⁴⁰ AML 17 luvun mukaiset valvontakeinot ja etenkin oikaisupäätöksen antaminen liittyvät kuitenkin suoranaisesti vain AML:n mukaisiin tarjoamista, tiedonantoa ja markkinointia koskeviin lukuihin 1-10 ja

¹⁴⁰ AML 17 luvun 1 §:n mukaisia yksittäistapauksiin liittyvät Fivan puuttumiskeinot koskevat arvopaperin tarjoamisen lykkäämistä, sekä äänioikeuden ja esitteen markkinoinnin kieltämistä määrääjäksi yksittäistapauksiin liittyvien puutteellisuuksien vuoksi.

markkinoiden väärinkäyttöä koskeviin 12-14 lukuihin.¹⁴¹ Kielto- ja oikaisupäätösten antaminen on AML 17 luvun 2 §:n mukaisesti mahdollista silloin, kun jokin arvopaperimarkkinoilla toimiva taho menettelee näiden lukujen vastaisesti. Tällöin Fiva voi kieltää moitittavaksi katsotun menettelyn jatkamisen ja vaatia samalla asianomaisen oikaisemaan harhaanjohtavat tai totuudenvastaiset tiedot. AML 17 luvun 1-2 §:ssä säädettyjä valvontakeinoja voidaan näitä seuraavan 3§:n mukaisesti tehostaa uhkasakolla. Uhkasakon määrääminen on yksittäistapauksessa riippuvainen moitittavan käyttäytymisen kokonaisarviosta, sillä uhkasakkoa ei tule käyttää tehosteena tilanteissa, joissa laiminlyönti tai menettelyn moitittavuuden aste on vähäinen.¹⁴²

Varsinaiset Fivan käytössä olevat hallinnolliset seuraamukset ovat julkinen varoitus, rikemaksu ja seuraamusmaksu. AML:n ja finanssivalvonnasta annetun lain välinen osittainen epäjohtonmukaisuus nousee jälleen esille julkista varoitusta tarkasteltaessa. Julkinen varoitus on finanssivalvonnasta annetun lain 4 luvun 39 §:n mukaisesti ensisijainen seuraamus moitittavasta menettelystä silloin, kun kyseessä ei ole rike- tai seuraamusmaksun alainen teko tai laiminlyönti eikä asia anna aiheutta ankarampaan seuraukseen. Toisin kuin rike- ja seuraamusmaksu, julkista varoitusta ei ole erikseen otettu AML:n säännöksiin, vaikka varoitus lienee mahdollinen seuraamus myös AML:n vastaisesta menettelystä. Tämän perusteella julkinen varoitus voidaankin antaa ainoastaan finanssivalvonnasta annetun lain perusteella.

Viittaussäännökset rike- ja seuraamusmaksusta on sen sijaan sisällytetty AML 15 lukuun.¹⁴³ Hierarkkisesti AML 15 luvun 1 §:ssä säännelty rikemaksu on seuraamusmaksua lievempi ja viittaa alemman asteiseen moitittavuuden tasoon. Rikemaksu on lähtökohtainen seuraus esimerkiksi tiedonanto- tai ilmoitusvelvollisuuksia koskevien AML:n säännösten rikkomisesta tai laiminlyönnistä. Maksun määräämiseen johtavaa moitittavaa menettelyä ei ole erikseen rajattu vain tiettyä AML:n osaa koskevaksi, vaan maksu voidaan määrätä samalla perusteella

¹⁴¹ HE 32/2012 vp, s. 175.

¹⁴² HE 66/2008 vp, s. 108.

¹⁴³ Rike- ja seuraamusmaksun osalta AML sisältää tarkennussäännökset sellaisista AML:n vastaisista menettelyistä, joiden perusteella Fiva voi langettaa finanssivalvonnasta annetun lain mukaisen seuraamus- tai rikemaksun.

esimerkiksi saatavilla pidettäviksi säädettyjä tietoja tai huomattavien omistusosuuksien ilmoittamista koskevissa rikkomustilanteissa. Rikemaksua ankarampi keino on seuraamusmaksun määrääminen. AML 15 luvun 2 §:n mukaisen seuraamusmaksun tarkoituksena on soveltua sellaisten säännösten rikkomiseen tai laiminlyöntiin, joilla on lähtökohtaisesti merkittävin asema sijoittajansuojan ja markkinoiden toiminnan luotettavuuden ylläpitäjänä.¹⁴⁴ Tällaisia säännöksiä ovat esimerkiksi julkisiin ostotarjouksiin ja tietojen julkistamiseen liittyvät lainkohdat.

5.4 Markkinoiden kilpailullisen rakenteen turvaaminen

Keskeisimpiä markkinasääntelyn tavoitteita ovat tehokkaan kilpailun ja yhdenvertaisen kohtelun turvaaminen. Yksittäisten säädösten ja säännösten painoarvo voi kuitenkin vaihdella sen mukaan, millä markkinoiden osa-alueella kulloinkin liikutaan. AML:n säännösten tavoitteet ovat yhdenmukaiset sanottujen markkinasääntelyn tarkoituksien kanssa, jolloin esimerkiksi julkisia ostotarjouksia tehdessä tai suunnitellessa AML:n ja sen liitântälakien ja muiden ohjeistusten mukaisesti toimittaessa mainitut tavoitteet voidaan lähtökohtaisesti saavuttaa. Finanssivalvonnalle ja tiettyjen asioiden osalta itsesääntelyelimille on asetettu velvollisuus valvoa näiden sääntöjen ja ohjeiden noudattamista. Pelkkä markkinoita koskevan säännösmateriaalin noudattaminen ja sen mukaan toimiminen ei kuitenkaan aina riitä takaamaan markkinoiden tehokasta toimintaa ja kaupankäynnin tasapuolisuutta.

Vaikka julkinen ostotarjous olisi sääntöjen ja määräysten mukaisesti valmisteltu, julkistettu ja annettu, yrityskauppa ei tästä huolimatta ole aina hyväksyttävissä. Etenkin suuriin yritysjärjestelyihin liittyy nimittäin arvopaperimarkkina- ja yhtiöoikeuden lisäksi myös kilpailuoikeudellinen ulottuvuus, jonka tavoitteet ovat samankaltaiset kuin varsinaisella markkinasääntelyllä, mutta sääntelyllä luotava suoja kohdistuu markkinoille eri tavoin. Siinä missä arvopaperimarkkinaoikeuden tarkoitus on turvata markkinoiden tehokas toiminta, kilpailuoikeuden alaan kuuluvan yrityskauppavalvonnan tarkoitus on puolestaan turvata markkinoiden kilpailullinen

¹⁴⁴ Häyrynen-Kajala 2013, s 569.

rakenne. Kilpailullisella rakenteella tarkoitetaan arvioinnissa huomioon otettavia markkinasektoreita, joita ovat relevantit hyödykemarkkinat sekä maantieteelliset markkinat.¹⁴⁵ Suomessa yrityskauppavalvonnasta vastaa Kilpailu- ja kuluttajaviraston kilpailuvalvonnan osasto

Julkisilla ostotarjouksilla suoritettavien yritysjärjestelyiden valvonnassa on näin ollen huomioitava kaksi erilaista ulottuvuutta, jotka kummankin tavoitteet kytkeytyvät loppujen lopuksi yläkäsitteelliseen markkinoiden tehokkaaseen ja tasavertaiseen toimintaan. Arvopaperimarkkinoita koskevan lainsäädännön pääasiallinen tavoite on varmistaa kaupankäynnin sujuvuus ja tasapuolisuus esimerkiksi tilanteissa, joissa kaupan osapuolet ovat selkeän eriarvoisessa asemassa. Tällaisia eriarvoisia tilanteita ovat muun muassa tarjouksen tekijän ja tarjouksen jälkeen mahdollisesti vähemmistöön jääneiden osakkeenomistajien välinen suhde sekä tasapuoliseen tiedonvaihtoon tai tietojen julkistamiseen liittyvät kysymykset.

Kilpailuoikeuden alaan kuuluvaa yrityskauppavalvontaa sääntelee sen sijaan kilpailulain säädökset, jotka ovat AML:n lailla suurelta osin EU-oikeuteen perustuvia.¹⁴⁶ Yrityskauppavalvonnan voidaan tietyllä tavalla nähdä olevan markkinoiden tasapuolisen sujuvuuden viimeinen suoja, sillä toisin kun arvopaperimarkkinoita ja niillä suoritettavaa kaupankäyntiä koskevat säännökset, kilpailuoikeuden tehtävänä on ennaltaehkäistä muutoin lainmukaisesta kaupankäynnistä mahdollisesti seuraavia kilpailutasapainoon liittyviä ongelmia. Tiivistettynä voidaan todeta, että arvopaperimarkkinoiden toimintaa koskevien säännösten tarkoitus on turvata itse kaupankäynnin sujuvuus, kun taas yrityskauppavalvonnan tehtävänä on estää kaupankäynnistä aiheutuvia negatiivisia seurauksia, jotka kohdistuvat markkinoiden kilpailulliseen rakenteeseen.¹⁴⁷

¹⁴⁵ HE 243/1997 vp, yrityskauppavalvonnan perustelut s. 17 alkaen.

¹⁴⁶ Esimerkiksi yrityskauppojen arviointiperusteena käytettävä SIEC-testi (Significant Impediment to Effective Competition) on peräisin Euroopan neuvoston yrityskeskittymien valvonnasta annetusta asetuksesta 139/2004 ("EY:n sulautuma-asetus"). Ks. HE 88/2010 vp, s. 27.

¹⁴⁷ Markkinoiden kilpailullisen rakenteen määrittelystä ks. esim. Boëlius 2016, s. 34-36.

Markkinoiden kilpailullisen rakenteen suojaamisen tarve koskee luonnollisesti vain sellaisia yritysjärjestelyitä, jotka kokonsa puolesta ovat tai voivat olla omiaan vaikuttamaan markkinoiden tasapainoon kulloinkin kyseessä olevalla toimialalla. Yrityskauppavalvonnan piiriin kuuluvia järjestelyjä tehdään Suomessa muutamia kymmeniä vuosittain. Vuonna 2018 yrityskauppavalvonnan piiriin luettavia kauppoja hyväksyttiin yhteensä 39 kappaletta, joista kolme toteutettiin ehdollisena. Yhtäkään yritysjärjestelyä ei kielletty kilpailullisten seikkojen perusteella.¹⁴⁸ Yrityskauppojen hyväksyntä onkin päätöksenteon lähtökohtana, johon KKV antamallaan ratkaisulla ensisijaisesti pyrkii. Mikäli yritysjärjestelyn katsotaan kuitenkin olevan kilpailullisesti ongelmallinen, ensisijainen keino löytää ratkaisu tilanteeseen on ongelman poistavien ehtojen asettaminen kaupan hyväksynnälle. Yrityskaupan kieltäminen on viimesijainen ratkaisu, johon turvaudutaan ainoastaan silloin, kun kaupasta seuraavaa kilpailuongelmaa ei saada ehdoin poistettua.¹⁴⁹

5.5 Yrityskauppavalvonnan soveltamisala ja kaupasta ilmoittaminen

Yrityskauppavalvontaa koskevat säännökset ovat AML:n lailla suhteellisen nuoria, sillä varsinaista yrityskauppavalvontaa ei Suomessa säännelty erikseen ennen vuotta 1997, jolloin säännökset yrityskauppavalvonnasta otettiin osaksi kilpailulakia edeltänyttä kilpailunrajoituslakia (480/1992).¹⁵⁰ Kansainvälisen kehityksen lisäksi yrityskauppavalvontaa koskevan sääntelyn puute katsottiin epäkohdaksi jo siitäkin syystä, ettei viranomaisilla ollut tarpeellisia keinoja puuttua markkinoiden kannalta haitallisiin yritysjärjestelyihin.¹⁵¹ Myös markkinoiden kehittyminen ja eri elinkeinoalojen kilpailun turvaaminen katsottiin tärkeäksi huomioida lainsäädännöllä.¹⁵² Lopputuloksena yrityskauppavalvontaa koskevat säännökset sisällytettiin omana osiona kilpailulakia edeltäneeseen kilpailunrajoituslakiin. Nykyisin kilpailulain 4

¹⁴⁸ Kilpailu- ja kuluttajaviraston yrityskaupparatkaisut 2018, <https://www.kkv.fi/ratkaisut-ja-julkaisut/kilpailuasiat/yrityskaupparatkaisut/2018/> (viitattu 3.3.2019).

¹⁴⁹ Kilpailuviraston suuntaviivat yrityskauppavalvonnasta, s. 11.

¹⁵⁰ HE 243/1997 vp, s. 5.

¹⁵¹ Ennen kansallisten yrityskauppasäännösten voimaantuloa EY:n antaman sulautuma-asetuksen uskottiin tulevan sovellettavaksi myös kansallisiin yrityskauppoihin, mutta asetuksessa säädetyt liikevaihtorajat osoittautuivat liian korkeiksi, jotta kansalliset yrityskaupat olisivat tulleet asetuksen piiriin. Ks. *Kuoppamäki* 2000, s 186.

¹⁵² HE 243/1997 vp, s. 8.

luku sisältää yrityskauppavalvontaa koskevat säännökset ja määrittää näiden säännösten soveltuvuuden yritysjärjestelyihin liikevaihtorajoihin perustuen. Kilpailulain noudattamisen valvonta on annettu KKV:lle Kilpailu- ja kuluttajavirastosta annetun lain (661/2012) ja Kilpailu- ja kuluttajavirastosta annetun asetuksen (728/2012) nojalla.

Kilpailulain 4 luvun soveltamisalaa koskevan 22 §:n mukaan yrityskauppavalvonnasta annettuja säännöksiä sovelletaan sellaisiin yrityskauppoihin, joiden osapuolten yhteenlaskettu liikevaihto ylittää 350 miljoonaa euroa. Pykälän toisena edellytyksenä on se, että vähintään kahden kaupan osapuolen Suomesta peräisin oleva liikevaihto ylittää 20 miljoonaa euroa kummankin osalta. Yrityskaupan ilmoittamisen kytkeä tiettyihin raja-arvoihin johtuu siitä, että tällöin markkinoilla tapahtuvassa kaupankäynnissä voidaan ottaa jo ennen kaupan toteuttamista huomioon mahdollinen yrityskauppavalvonnanalainen hyväksymisprosessi. Mikäli kilpailulain 4 luvun säännökset tulisivat tilannekohtaisesti sovellettaviksi liikevaihtorajojen sijasta tai lisäksi KKV:n suorittaman vaikutusarvioinnin perusteella, yritysten etukäteinen varautuminen valvontamenettelyyn olisi erittäin vaikeaa tai jopa mahdotonta. Tämä puolestaan aiheuttaisi epävarmuutta markkinatoimijoiden keskuudessa, joka puolestaan olisi kilpailu- ja markkinasääntelyn tavoitteiden vastaista.¹⁵³

Liikevaihtorajoja, osapuolia ja KKV:n asemaa yrityskauppavalvonnan toimielimenä tarkasteltaessa on kuitenkin huomioitava kilpailulain 4 luvun 22 §:n rajausta lain soveltuvuudesta silloin, kun valmisteilla oleva yritysjärjestely on kokonsa puolesta katsottavissa Euroopan neuvoston yrityskeskittymien valvonnasta annetun asetuksen piiriin. Tällöin yrityskauppavalvonnalliset asiat kuuluvat lähtökohtaisesti Euroopan komissiolle, mikäli tämä ei siirrä asian käsittelyä kansalliselle tasolle.¹⁵⁴ Näissä tapauksissa kyse on kuitenkin aina yhteisönlaajuisista yritysjärjestelyistä, jotka

¹⁵³ HE 88/2010 vp, s. 30.

¹⁵⁴ Euroopan neuvoston sulautuma-asetuksen 1 artiklan kohdissa 1-5 määritellään yritysjärjestelyn raja-arvot, joiden täytyessä sovelletaan EU-lainsäädäntöä yrityskeskittymien valvonnasta.

poikkeavat kokonsa ja kansainvälisyytensä puolesta merkittävästi Suomessa tavallisesti tehtävistä yrityskaupoista.¹⁵⁵

Yrityskauppavalvonnan näkökulmasta kaupan lopullista täytäntöönpanohetkeä pidetään valvonnallisen ilmoitusvelvollisuuden takarajana. KKV ei lähtökohtaisesti aloita kilpailulain 4 luvun soveltamisalaan kuuluvien yritysjärjestelyiden valvontaprosessia itsenäisesti, vaan vastuu yrityskaupan ilmoittamisesta kuuluu kaupan osapuolille.¹⁵⁶ Kilpailulain 4 luvun 23 § 1 momentin mukaisesti yrityskauppavalvonnan piiriin kuuluvasta kaupasta on tehtävä ilmoitus KKV:lle *sopimuksen tekemisen, määräysvallan hankkimisen tai arvopaperimarkkinalain (495/1989) 6 luvun 3 §:n mukaisen julkisen ostotarjouksen julkistamisen jälkeen, mutta kuitenkin ennen kaupan täytäntöönpanoa. Yrityskauppa voidaan myös ilmoittaa Kilpailu- ja kuluttajavirastolle heti, kun osapuolet voivat osoittaa riittävällä varmuudella aikomuksensa tehdä yrityskauppa.*¹⁵⁷ Tämän mukaisesti ilmoitus voidaan tehdä missä tahansa yritysjärjestelyn vaiheessa silloin, kun aikomus kaupan solmimiseen ja tätä kautta toteutumiseen voidaan osapuolten toimesta esittää riittävällä varmuudella. Julkisilla ostotarjouksilla suoritettavien yrityskauppojen näkökulmasta ilmoitus tehtäen kuitenkin pääsääntöisesti AML 11 luvun 9 §:n sääntelemän ostotarjouksen julkistamisen jälkeen, sillä kaupan toteutumisen todennäköisyysarviointi lienee useimmissa tapauksissa huomattavan vaikeaa ennen kuin kohdeyhtiön hallitus on AML 11 luvun 13 §:n mukaisesti antanut julkista ostotarjousta koskevan lausuntonsa osakkeenomistajille.

Ilmoitusvelvollinen kaupan osapuoli käy ilmi kilpailulain 4 luvun 23 § 3 momentista, jonka mukaan ilmoitusvelvollisuus kuuluu meneillään olevasta järjestelystä riippuen joko määräysvallan tai liiketoiminnan hankkijalle, sulautumistilanteissa siihen

¹⁵⁵ Komission siirto-oikeuden käyttäminen voi perustua esimerkiksi siihen, ettei komissiolla ole mahdollisuutta puuttua kansalliseen kilpailuongelmaan. *Aalto-Setälä – Aine – Lehto – Piekkala – Stenborg – Virtanen* 2016, s. 463.

¹⁵⁶ Kilpailulain 4 luvun säännöksissä ei suoranaisesti aseteta KKV:lle oikeutta tai velvollisuutta aloittaa yrityskauppavalvonnallista prosessia, mutta itsenäinen tutkinnan aloittaminen on kuitenkin mahdollista. KKV:n edeltäjänä toiminut Kilpailuvirasto oli ottanut itsenäisesti joitakin asioita tutkittavakseen, vaikka osapuolille ei ollut vielä syntynyt ilmoitusvelvollisuutta. Tällöin virasto oli riittävässä määrin varmistunut siitä, että kyseinen kauppa tultaisiin joka tapauksessa toteuttamaan. Ks. HE 88/2010 vp, s. 30.

¹⁵⁷ Säännökset ostotarjouksen julkistamisesta ja tiedoksiannosta ovat vuodesta 2012 sisältyneet AML 11 luvun 9 §:ään.

osallistuville yhteisöille ja säätiöille tai yhteisyrityksen perustajille. Kilpailulain mukaisen ilmoitusvelvollisuuden lisäksi, etenkin määräysvallan hankkimisen osalta, AML asettaa vastaavan kaltaisen velvollisuuden liputusrajojen ylittyessä. AML 9 luvun 5 §:n mukaiset huomattavat ääni- ja omistusosuudet tulee niin sanotusti liputtaa, joka tarkoittaa näiden osuuksien ilmoittamista Finanssivalvonnalle. Säännökset ovat rinnakkain tarkasteltuna hyviä esimerkkejä kilpailulain ja AML:n läheisyydestä etenkin julkisilla ostotarjouksilla suoritettavien yrityskauppojen osalta, vaikkakin näiden lakien mukaiset ilmoitusvelvollisuudet poikkeavat alatavoitteiltaan toisistaan. Kilpailulain mukaisen yrityskauppailmoituksen tekemisellä ja KKV:n hyväksymisprosessilla halutaan turvata markkinoiden kilpailulliset näkökohdat, kun taas AML:n mukaisella huomattavien ääni- ja omistusosuuksien ilmoitusvelvollisuus kytkeytyy enemmänkin markkinoiden ja kaupankäynnin läpinäkyvyyteen.¹⁵⁸ Ympyrä sulkeutuu kuitenkin mietittäessä sitä, miksi sekä suuret yrityskaupat että ääni- ja omistusmäärät tulee ilmoittaa markkinoiden valvontaviranomaisille.

Molempien ilmoitusvelvollisuuksien viimesijainen tarkoitus on taata markkinoiden tehokas ja häiriötön toiminta, vaikkakin kilpailulain tulokulma onkin rakenteelliseen tehokkuuteen tähtäävä, kun taas AML:n ilmoitusvelvollisuussäännös turvaa markkinoiden avoimuutta ja tasapuolista tiedonkulkua. Julkisen ostotarjouksen tilanteessa ilmoitusvelvollisuudet saattavat myös aktualisoitua hyvinkin samanaikaisesti, sillä yrityskauppavalvonnallinen ilmoitus on tehtävä kaupan todennäköisyydestä varmistumisen jälkeen, esimerkiksi ostotarjouksen tuloksen julkistamisen yhteydessä.¹⁵⁹ Ostotarjouksen toteuduttua jokin säädetyistä liputusrajoista lienee lähes poikkeuksetta ylitetty, jolloin myös suuresta omistuksesta on tehtävä ilmoitus viranomaiselle.

¹⁵⁸ AML 9 luvun asettama ilmoitusvelvollisuus perustuu kuitenkin kilpailulaista poiketen avoimuusdirektiiviksi (2004/109/EY) kutsuttuun EU-säännökseen, jonka ensisijainen tarkoitus on parantaa sijoittajien tiedonsaantioikeuksia markkinoilla tapahtuvasta kaupankäynnistä. Ks. HE 32/2012 vp, s. 12.

¹⁵⁹ *Pohjanpalo-Siiteri* 2019, s. 3.

5.6 Yrityskaupan hyväksyntä ja vaihtoehdot

Kilpailu- ja kuluttajaviraston yrityskauppaprosessin vaihtoehtoisia lopputuloksia ovat kaupan hyväksyntä, kaupan ehdollinen hyväksyntä ja kaupan kieltäminen tai purkaminen. Lähtökohtana on, että yrityskauppa voidaan hyväksyä sellaisenaan ilman erityisedellytyksiä.¹⁶⁰ Tämä on kuitenkin KKV:n päätöksentekoa koskeva yleistavoite, eikä yrityskaupan osapuolien ole sallittua menetellä kaupan toteutumisen edistämiseksi hyväksymisprosessin ollessa kesken.¹⁶¹ Yrityskauppavalvonnan kaupan hyväksymistä koskevat säännökset perustuvatkin niin kutsutulle kieltoperiaatteelle, eli olettamalle siitä, että jokin toiminta on lähtökohtaisesti kielletty. Tämä käy ilmi yrityskaupan täytäntöönpanoa käsittelevän kilpailulain 4 luvun 27 § 1 momentista, jonka mukaan *osapuolet eivät saa ryhtyä toimenpiteisiin yrityskaupan toteuttamiseksi, ellei tässä laissa toisin säädetä tai asian käsittelyssä toisin määrätä, ennen kuin yrityskauppa on hyväksytty ilman ehtoja tai ehdollisena taikka kaupan on katsottava tulleen muutoin hyväksytyksi*. Pääsääntönä on siis toimenpidekielto kaupan loppuun saattamiseksi ennen KKV:n antamaa hyväksyntää.

Julkisia ostotarjouksia ajatellen tilanne saattaisi kuitenkin muodostua varsin hankalaksi, mikäli valvontailmoitus tehtäisiin ennen tarjouksen tuloksen julkistamista. Käsillä saattaa olla myös tilanne, jossa markkinoilla toimiva taho on ylittänyt AML 11 luvun 19 §:n asettaman tarjousvelvollisuuden rajan, mutta toteutuessaan yrityskauppa olisi vähintäänkin omiaan aiheuttamaan haitallisia vaikutuksia markkinoiden rakenteelle. Tämän vuoksi kilpailulain, AML:n ja OYL:n ostotarjouksiin sovellettavien säännösten välille on katsottu tarvittavan tietynlainen etusijajärjestys.¹⁶² Tämä on huomioitu niin, että kilpailulain 4 luvun 27 § 2 momentin mukaisesti saman pykälän 1 momentissa esitetty ei tule sovellettavaksi AML 11 luvun 1 §:ssä määritellyn julkisen ostotarjouksen tai AML 11 luvun 19 §:n sääntelemän pakollisen ostotarjouksen tilanteissa. Julkisiin ostotarjouksiin liittyy usein myös OYL:n säännökset vähemmistöosakkeiden

¹⁶⁰ Kilpailuviraston suuntaviivat yrityskauppavalvonnasta, s 10.

¹⁶¹ Yrityskauppaprosessiin liitettävä täytäntöönpanokiello ei kuitenkaan koske sellaisia toimenpiteitä, joilla turvataan omaisuutta tai jotka liittyvät liiketoiminnan jatkamiseen. Tällaistenkin toimien on kuitenkin oltava välttämättömiä. Ks. *Aalto-Seitälä – Aine – Lehto – Piekkala – Stenborg – Virtanen* 2016, s. 486.

¹⁶² HE 243/1997 vp, s. 25.

lunastusoikeudesta ja -velvollisuudesta, jonka vuoksi kieltoperiaatetta ei ole ulotettu myöskään OYL 18 luvun 1 §:n mukaiseen lunastusmenettelyyn. Näin ollen julkisella joko tarjousvelvollisuuden synnyttämällä pakollisella tai vapaaehtoisesti tehdyllä julkisella ostotarjouksella suoritettavan yrityskaupan tilanteessa kilpailulain 4 luvun 27 § väistyy arvopaperimarkkina- ja yhtiöoikeudellisiin säännöksiin nähden ja julkisella ostotarjouksella suoritettava yrityskauppa on mahdollista panna täytäntöön ennen yrityskauppavalvonnallista KKV:n päätöstä.

Tämä ei kuitenkaan tarkoita sitä, että julkisella ostotarjouksella suoritettu yrityskauppa sivuuttaisi pysyvästi kilpailulain yrityskauppavalvontaa koskevat säännökset. Vaikka kilpailuoikeudellinen sääntely on luonteeltaan yrityskauppojen valvonnassa ennaltaehkäisevää eli preventiivistä, KKV:lle on säädetty mahdollisuus puuttua kilpailurakenteeseen liittyviin epäkohtiin myös jälkikäteisesti.¹⁶³ Kilpailulain 4 luvun 25 § 1 momentin mukaan *markkinaoikeus voi Kilpailu- ja kuluttajaviraston esityksestä kieltää tai määrätä purettavaksi yrityskaupan tai asettaa yrityskaupan toteuttamiselle ehtoja, jos yrityskauppa olennaisesti estää tehokasta kilpailua Suomen markkinoilla tai niiden oleellisella osalla erityisesti siitä syystä, että sillä luodaan määräävä markkina- asema tai vahvistetaan sitä*. Kyseiseen lainkohdan mukaan yrityskauppavalvonnan antama negatiivinen päätös merkitsee siis joko kaupan kieltämistä tai purkamista.

Julkisen ostotarjouksen toimeenpanoa koskevan kilpailulain poikkeussäännöksen perusteella kaupan toteuttamista ei kuitenkaan voida lähtökohtaisesti kieltää yrityskauppavalvonnasta annettujen säännösten perusteella, jolloin ainoaksi vaihtoehdoksi kilpailun vääristymisen tilanteissa jää siis kaupan purkaminen. KKV:lle ei ole kuitenkaan annettu toimivaltaa kieltää tai purkaa yrityskauppaa itsenäisesti, vaan markkinaoikeus tekee päätöksensä yrityskaupan kieltämisestä tai purkamisesta KKV:n esityksen perusteella. Tällöin tarjouksen tekijä voidaan velvoittaa myymään ostotarjouksella tai lunastusmenettelyllä hankkimansa osakkeet.¹⁶⁴ Julkisella ostotarjouksellakin suoritettujen yrityskaupan tilanteissa ehtojen asettaminen kaupan hyväksynnälle on kuitenkin ensisijainen vaihtoehto silloin, kun kaupasta katsotaan

¹⁶³ *Kuoppamäki* 2006, s. 244.

¹⁶⁴ HE 243/1997 vp, s. 25.

seuraavan olennaisesti markkinoiden toimintaa estäviä vaikutuksia. Asetettavien ehtojen tulisi pääasiallisesti olla rakenteellisia, eli liittyä hankkivan osapuolen liiketoiminnan muokkaamiseen. Ehdollinen kaupan hyväksyntä on kyseessä esimerkiksi silloin, kun yrityskaupan osapuoli velvoitetaan ennen kaupan täytäntöönpanoa myymään vaikkapa osa jo olemassa olevasta liiketoiminnasta tai purkamaan aikaisempi yhteistyöjärjestely.¹⁶⁵

Kilpailulain 4 luvun 25 § 1 momentti pitää sisällään *määräävä markkina-asema* - käsitteen. Lainkohdan mukaan ehtojen asettaminen, kaupan kieltäminen ja purkaminen tulevat kysymykseen tilanteissa, joissa yrityskaupan voidaan toteutuessaan katsoa olennaisesti estämään kilpailua erityisesti siksi, että kaupalla luodaan määräävä markkina-asema tai vahvistetaan sitä. Pykälän kirjoitustasusta huolimatta määräävän markkina-aseman syntyminen tai vahvistuminen ei nykyisin ole kuitenkaan kriteerinä sille, että kauppa kielletäisiin tai määrättäisiin purettavaksi.¹⁶⁶ Säännöksen sanamuodon perusteella jatkotoimenpiteisiin voidaan ryhtyä *erityisesti* siksi, että kaupalla synnytetään hallitseva asema markkinoilla tai se vahvistuu. Kaikki markkinoilla toteutettavat yrityskaupat eivät luo määräävää markkina-asemaa, mutta joissakin tilanteissa kaupan vaikutukset voivat siitä huolimatta vaikuttaa haitallisesti avoimeen kilpailuun ja markkinoiden rakenteelliseen toimivuuteen.

Määräävän markkina-aseman hankkiminen tai ylläpitäminen ei ole kilpailulainsäädännön perusteella kiellettyä, mutta tällaisen aseman väärinkäyttö sen sijaan on.¹⁶⁷ Määräysvallan saavuttaminen tai vahvistaminen yrityskaupalla luo kuitenkin mahdollisuuden siihen, että markkinat saattavat vääristyä tietyllä sektorilla. Tämän vuoksi kilpailulain pykälästä löytyy edelleen määräävän markkina-aseman käsite, joskin vain esimerkin luonteisesti. Voimassa olevan kilpailulain mukaan määräävä markkina-asema ei kuitenkaan ole edellytys esimerkiksi kaupan purkamiselle, vaan pykälä soveltuu myös sellaisiin yrityskauppoihin, joissa määräävää markkina-

¹⁶⁵ HE 243/1997 vp, s. 26.

¹⁶⁶ Kilpailulakia edeltäneen kilpailunrajoituslain yrityskaupan kieltämisestä ja ehtojen asettamista koskeneen 11 §:n mukaan ehtojen asettaminen, kaupan kieltäminen ja purkaminen olivat vaihtoehtoja vain silloin, kun yrityskaupalla luotiin määräävä markkina-asema tai vahvistettiin sitä.

¹⁶⁷ *Aalto-Setälä – Aine – Lehto – Piekkala – Stenborg – Virtanen* 2016, s. 327.

asemaa ei synny tai vahvisteta. Tällöin yritysjärjestelyn on kuitenkin muutoin olennaisesti estettävä kilpailua markkinoilla.¹⁶⁸

On kuitenkin muistettava, että KKV:n suorittaman yrityskauppavalvontaprosessin pääasiallinen tavoite on modernille yrityskauppavalvonnalle tyypillinen kaupan hyväksyminen ilman erityisedellytyksiä.¹⁶⁹ Suurien yrityskeskittymien syntyminen aiheuttaa luonnollisesti usein sekä myönteisiä että kielteisiä vaikutuksia, jolloin vaikutusarvioinnissa korostuu yrityskaupalla syntyvien hyötyjen ja haittojen suhteuttaminen toisiinsa.¹⁷⁰ Hyväksymisolettamasta seuraa, että haitat tulisi ensisijaisesti poistaa asettamalla ehtoja kaupan toteuttamiselle. Yrityskauppavalvonnan viimesijaisina keinoina käytettävät kaupan kieltäminen tai purkaminen ovatkin perusteltuja lopputuloksia ainoastaan silloin, kun yritysjärjestelystä aiheutuvat haitat vaikuttaisivat markkinoiden toimintaan niin suuresti, ettei niiden poistaminen ehdoilla ole mahdollista.¹⁷¹

5.7 Yrityskauppavalvonnannalliset toimenpideoikeudet

Yrityskauppavalvontaa koskevia kilpailulain 4 luvun säännöksiä voidaan käytännössä rikkoa vain kahdella tavalla, joko ennakollisesti kaupan ilmoittamisen laiminlyönnillä tai jälkikäteisesti sivuuttamalla kaupan toteuttamista koskeva päätös. Pääsääntöinen seuraamus rikkomustapauksissa kummassakin tilanteessa on kilpailulain 4 luvun 28 §:ssä määritellyn seuraamusmaksun langettaminen. Kyseisen lainkohdan perusteella elinkeinoharjoittajalle tulee määrätä seuraamusmaksu silloin, kun tämä on toteuttanut yrityskaupan kilpailulain 4 luvun 25 tai 27 §:n vastaisesti. Seuraamusta ei kuitenkaan tule langettaa todetusta rikkomuksesta huolimatta silloin, kun menettelyn voidaan kokonaisuutena arvioiden katsoa olleen vähäistä tai seuraamusmaksun määrääminen

¹⁶⁸ HE 88/2010 vp, s. 70.

¹⁶⁹ Yrityskauppavalvonta on luonteeltaan osa neutraalia kilpailuvalvontaa, jonka voidaan ajatella toimivan siivilän tavoin siten, että ainoastaan markkinoiden kilpailullista tasapainoa uhkaavat yrityskaupat saatetaan jatkokäsittelyyn. Muut ilmoitettavat yrityskaupat sen sijaan hyväksytään ilman erityisedellytyksiä tai lisätoimenpiteitä.

¹⁷⁰ *Aalto-Setälä – Aine – Lehto – Piekkala – Stenborg – Virtanen* 2016, s. 505-506.

¹⁷¹ *Kuoppamäki* 2006, s. 245.

olisi kilpailun turvaamisen kannalta perusteetonta. Näin ollen seuraamusmaksu tulee kyseeseen ainoastaan sellaisten rikkomusten osalta, jotka ylittävät olennaiselle rikkomukselle asetetun rajan tai vaarantavat itsessään markkinoiden kilpailullista rakennetta.

Nykyisin yrityskaupan ilmoittamiselle ei ole erikseen säädetty määräaika, vaan ilmoitus on tehtävä pääsääntöisesti ennen kaupan lopullista toteuttamista.¹⁷² Julkisella ostotarjouksella tehty yrityskauppa ei eroa ilmoitusvelvollisuuden osalta muilla tavoin toteutettavista yritysjärjestelyistä. Kilpailulain 4 luvun 28 §:ssä ei ole erikseen asetettu seuraamusmaksun määräämisen mahdollisuutta 23 §:n mukaisen ilmoitusvelvollisuuden laiminlyönnin perusteella, vaan seuraamusmaksu on sidottu ilmoitusvelvollisuuden osalta kaupan toteuttamiseen. Kilpailulain 4 luvun 27 §:n mukaisesti kauppa ei saa lähtökohtaisesti toteuttaa ennen KKV:n hyväksyntää, mutta hyväksyvän päätöksen antaminen edellyttää luonnollisesti sitä, että meneillään olevaa yritysjärjestelyä koskeva ilmoitus on saatettu yrityskauppailmoituksella KKV:n käsiteltäväksi. Kilpailulain 4 luvun ilmoitusvelvollisuutta käsittelevää lainkohtaa ei siis pääsääntöisesti ole mahdollista rikkoa yksinään, vaan mikäli kauppa laitetaan täytäntöön ilman yrityskauppailmoitusta, rikotaan samalla myös seuraamusmaksun alaista kilpailulain täytäntöönpanoa koskevaa lainkohtaa.

Julkisella ostotarjouksella toteutettava yrityskauppa eroaa kuitenkin tässä suhteessa muilla tavoin toimeenpantavista yritysjärjestelyistä. Kilpailulain 4 luvun 27 § 2 momentin mukaan julkisen ostotarjouksen alainen kauppa on mahdollista toteuttaa siitä huolimatta, että yrityskauppaa koskevaa hyväksymis- tai jatkokäsittelypäätöstä ei ole vielä annettu. Julkisiin ostotarjouksiin liittyvä poikkeus täytäntöönpanokiellosta koskee kuitenkin ainoastaan kaupan lopullista toteutusta, mutta ei ulotu kaupasta seuraaviin osake- ja äänivaltakysymyksiin liittyviin seikkoihin. Tämän perusteella kaupan toteuttamisesta huolimatta täytäntöönpanokiello koskee julkisilla ostotarjouksilla suoritettavien yrityskauppojen osalta kaupan kohteena olevan yhtiön

¹⁷² Kilpailulakia edeltäneen kilpailunrajoituslain 3 luvun 11c §:n mukaan yrityskauppailmoitus oli tehtävä viikon kuluessa muun muassa määräysvallan hankkimisesta tai AML:n mukaisen julkisen osto tarjouksen julkistamisesta. Kilpailulaissa ilmoitusvelvollisuus on sen sijaan kytketty kaupan toteuttamisen ajankohtaan ilman erillisiä määräaikoja.

kilpailukäyttäytymisestä päättämistä siten, että ostotarjouksen tekijä ei saa käyttää hankkimiansa osakkeiden tuottamaa äänivaltaa yhtiön kilpailullisten seikkojen osalta ennen KKV:n hyväksyntää.¹⁷³ Tämä tarkoittaa sitä, että esimerkiksi tarjouksen tekijän ja kohdeyhtiön liiketoimintoja ei saa yhdistää ennen valvontapäätöksen antamista.¹⁷⁴ Julkisella ostotarjouksella suoritettavan yrityskaupan osalta kilpailulain 4 luvun 27 §:n rikkominen merkitseekin siis kaupan varsinaisen toteuttamisen sijasta hankittujen osakkeiden tuottaman äänivallan väärinkäyttöä.

Seuraamusmaksu voidaan määrätä kilpailulain 4 luvun 28 §:n perusteella jälkikäteisesti silloin, kun ilmoitusvelvollinen menettelee annetun valvontapäätöksen vastaisesti. Kilpailulain 4 luvun 25 §:n mukaan kaupan toteuttamiselle voidaan asettaa ehtoja tai kauppa voidaan kieltää taikka määrätä purettavaksi kilpailullisilla perusteilla. Julkisia ostotarjouksia koskevan poikkeussäännöksen nojalla kauppa ei kuitenkaan lähtökohtaisesti voida kieltää, jolloin seuraamusmaksun määräämisen peruste voikin siis liittyä lähinnä joko KKV:n asettamien kaupan ehtojen tai markkinaoikeuden langettaman purkupäätöksen laiminlyöntiin. Lainvoimaisen purku- tai kieltopäätöksen laiminlyönti on tosin hankalaa, sillä päätös tulee huomioida muussa viranomaistoiminnassa ja muodostaa näin ollen laillisen esteen esimerkiksi tarvittavien rekisteröintimerkintöjen tekemiselle.¹⁷⁵ Tällaisia päätöksiä selkeästi yleisempiä ovatkin KKV:n päätökset yrityskaupan hyväksymisestä ehdollisena.¹⁷⁶ Julkisella ostotarjouksella toimeenpantavan yrityskaupan kohdalla ehtojen asettaminen käyttäytyy hieman poikkeuksellisesti muihin valvontamenettelyn alaisuuteen kuuluviin järjestelyihin verrattuna, sillä tavallisesti KKV voi asettaa ehtoja kaupan toteuttamiselle, mutta ostotarjouksen kohdalla ehdot voivat sen sijaan olla edellytyksenä kaupan jälkikäteiselle hyväksynnälle.¹⁷⁷

¹⁷³ *Aalto-Setälä – Aine – Lehto – Piekkala – Stenborg – Virtanen* 2016, s. 486.

¹⁷⁴ HE 243/1997 vp, s. 26.

¹⁷⁵ *Kuoppamäki* 2005, s. 266.

¹⁷⁶ Esimerkiksi vuonna 2018 yhtäkään yrityskauppaa ei kielletty tai määrätty purettavaksi, kun taas ehdollisia hyväksyntäpäätöksiä annettiin KKV:n ylläpitämän yrityskauppapäätösrekisterin mukaan kolme kappaletta. <https://www.kkv.fi/ratkaisut-ja-julkaisut/kilpailuasiat/yrityskaupparatkaisut/2018/> (viitattu 15.3.2019).

¹⁷⁷ Kilpailulain 4 luvun 27 § 2 momentin julkisia ostotarjouksia koskevan poikkeussäännöksen vuoksi ostotarjous on mahdollista toteuttaa ennen hyväksyntää valvontapäätöstä, mutta hankittujen osakkeiden äänivallankäyttöön ja muihin hallinnoimistoimenpiteisiin voidaan ryhtyä vasta KKV:n hyväksynnän

Seuraamusmaksun tarkoitus on osaltaan turvata markkinoiden kilpailullisen rakenteen säilyvyyttä, jonka vuoksi kilpailulain 4 luvun 25 tai 27 §:n vastaisen teon tai laiminlyönnin on oltava olennainen tai muutoin kilpailuun haitallisesti vaikuttava.¹⁷⁸ Hierarkkisesti seuraamusmaksu ja uhkasakko ovat lähellä toisiaan, kun taas yrityskaupan kieltävä tai purkava päätös ovat viimesijaisia keinoja puuttua kilpailua haittaavien markkinarakenteiden syntyyn. Kaupan hyväksynnälle asetettavat ehdot sen sijaan eivät ole varsinaisia seuraamuksia kaupan haitallisista vaikutuksista, vaan näiden tarkoitus on pikemminkin poistaa yritysjärjestelystä mahdollisesti seuraavat negatiiviset kilpailuvaikutukset ja näin ollen toimia yrityskaupan hyväksyntää edistävinä keinoina.

6 JOHTOPÄÄTÖKSET

6.1 Ostotarjoussääntelyn ulottuvuus ja rajapinnat

Yhdeksi tämän tutkielman kolmesta tavoitteesta asetettiin julkisen ostotarjouksen säännöspohjan rakenteellisten ulottuvuuksien selvittäminen ja selventäminen. Oikeudellisen ilmiön lähestyminen tällaisesta tulokulmasta edellyttää ennen kaikkea puhtaan objektiivista ja avointa suhtautumista tutkimuskohteeseen, sillä arvopaperimarkkinaoikeudellisen julkisen ostotarjouksen sääntelypohja koostuu usean eri oikeudenalan säännösten leikkauspinnoista. Julkinen ostotarjous on ensisijaisesti laskettavissa arvopaperimarkkinaoikeudelliseksi käsitteeksi, mutta ainoastaan tästä tulokulmasta lähestyminen johtaisi tarpeettoman kapeaan ja lyhytnäköiseen lopputulokseen. Julkisen ostotarjouksen eri vivahteita tarkastellessa ollaan myös huomattu, ettei ostotarjouksen sääntelystä puhuttaessa voida rajautua tarkastelemaan ilmiötä vain lainsäädännöllisestä näkökulmasta. Julkisia ostotarjouksia ja yleisemminkin arvopaperimarkkinoita koskevasta normiaineuksesta on erotettavissa erilaisia tasoja, jotka ovat vuorovaikutuksessa toistensa kanssa.

jälkeen. Mikäli kauppa on hyväksyttävissä ehdollisena, tarjouksen tekijän tulee täyttää asetetut parametrit voidakseen käyttää hankkimiinsa osakkeisiin liittyviä oikeuksia.

¹⁷⁸ HE 243/1997 vp, s. 28-29.

Julkisen ostotarjouksen ja arvopaperimarkkinoiden sääntelyrakenteista on tämän tutkielman perusteella nostettavissa esiin kolme pääasiallista teemaa. Näistä ensimmäinen koostuu ostotarjoussäännösten taustalla vaikuttavien viranomaislähtöisten normien sisällöllisistä seikoista ja kotimaisen markkinasäännöstemme muodostumiseen vaikuttavista tekijöistä. Tarkasteltujen asiakokonaisuuksien osalta on selvää, ettei arvopaperimarkkinoiden sääntely ole vain kansallinen prosessi, vaan voimassa olevan markkinanormiston juuret ulottuvat osittain myös EU:n tasolle. Arvopaperimarkkinoiden toimintaa ohjaavat säännöt ovat suurilta osin ylikansallisen lainsäädäntöprosessin tulosta, mutta harmonisoinninrajat havaitaan tulevan vastaan säännösten ydinsisällön ja yksityiskohtien muodostumisessa. EU-tasoisien markkinasääntelyn tavoitteen voidaankin nähdä olevan lähtökohtaisesti suhteellisen yleisluontoinen arvopaperimarkkinanormiston yhtenäistämistä ajatellen. Tämä tarkoittaa sitä, että kansallisille lainsäätäjille jätetään viime kädessä harkintavalta säännösten valtiokohtaisista erityispiirteistä.

Pääasiallinen julkista ostotarjousta sääntelevä viranomaissäädös AML sisältää määrittelyn transaktiosta, joka on katsottavissa julkiseksi ostotarjoukseksi. Soveltamisalaa tarkasteltaessa huomattiin, että julkiseksi ostotarjoukseksi määriteltävän tarjouksen tulee täyttää useita erityisedellytyksiä tavanomaiseen osakekauppaan nähden. Julkisen ostotarjouksen määrittelyssä ei vaikuttaisi olevan kompromissimahdollisuutta edellytysten suhteen, vaan ostotarjoukselle asetetut vaatimukset on täytettävä jokaiselta osa-alueelta täydellisesti. Julkiseksi ostotarjoukseksi ei näin ollen voida määrittää sellaista liiketointia, joka täyttää asetetut vaatimukset ainoastaan joiltakin osin. Kaupan lopputuloksella ei myöskään ole jälkikäteistä merkitystä arvioinnille. Määrittelyllisäseikkoja ei pidä aliarvioida, sillä julkista ostotarjousta ei ole mahdollista ymmärtää ja lähestyä ilmiönä ennen näiden kysymysten selvittämistä.

Toinen havainto arvopaperimarkkinoiden ja julkisen ostotarjouksen sääntelyrakenteesta liittyy eri oikeudenalojen väliseen rajapintaan tiettyjen asiakysymysten kohdalla. AML muodostaa arvopaperimarkkinaoikeudellisen sääntelyn tukirangan, mutta muista oikeudenaloista etenkin yhtiö-, kilpailu-, ja sopimusoikeuden säännöksiä sovelletaan

julkisissa ostotarjouksissa sekä arvopaperimarkkinoilla yleisemminkin. Sääntelyrakenne vaikuttaa usean oikeudenalan leikkauskohdista huolimatta hyvin yhdenmukaiselta, sillä erilaiset säännöt eivät näyttäisi olevan ristiriidassa toistensa kanssa, vaan vuorovaikutussuhteissa kyse on pikemminkin täydentämisestä. Julkisiin ostotarjouksiin liittyviä eri oikeudenalojen säännöksiä voitaisiin kuvaila siten, että AML ympäröi itsensä sellaisilla muiden oikeudenalojen säännöksillä, jotka auttavat luomaan yhtenäisen normipolun kulloinkin valittuun julkisen ostotarjouksen suuntaan kuljettaessa. Esimerkkinä voidaan esittää AML:n ja OikTL:n välinen vuorovaikutussuhde ostotarjouksen sitovuutta koskevissa kysymyksissä. AML 11 luvun 16 § sääntelee julkisen ostotarjouksen erityispiirteitä koskevia tarjouksen hyväksymiseen liittyviä edellytyksiä, mutta näiden erityispiirteiden ulkopuoliset sitovuutta koskevat kysymykset ratkaistaan OikTL:n tarjouksen hyväksymistä tai hylkäämistä koskevien säännösten mukaisesti.

Kolmas julkisen ostotarjouksen sääntelyyn ja sisältöön liittyvistä teemoista pitää sisällään viranomaissääntelyn ja markkinoiden itsesääntelyn suhteen. Kyseessä on arvopaperimarkkinaoikeudellinen erikoisuus, jonka tarkoitus on tutkimuksen perusteella selkeästi havaittavissa. Nämä kaksi sääntelymuotoa vaikuttaisivat olevan vuorovaikutuksessa toistensa kanssa hieman samalla tapaa kuin EU-normisto ja kansallinen lainsäädäntö. Tämä tarkoittaa sitä, että yhdellä säännöllä luodaan tietynlaiset tavoitteet ja rajat, joita toisen normiston on tarkoitus syventää ja täsmentää. Julkisen ostotarjouksen osalta viranomaissääntelyllä luodaan ostotarjouksen luonnetta ja teknisiä ominaisuuksia koskeva sääntelykehys, jota täsmennetään ja tulkitaan itsesääntelyelinten toimesta. Esimerkiksi Arvopaperimarkkinayhdistyksen ylläpitämä ostotarjouskoodi toteuttaa tätä tarkoitusta puhtaimmillaan, sillä koodin tarkoitus on nimenomaisesti selkeyttää ja täydentää AML:n säännöksiä sekä soveltamista julkisiin ostotarjouksiin liittyvissä kysymyksissä.

Hyvän arvopaperimarkkinatavan ja Arvopaperimarkkinayhdistyksen ylläpitämän ostotarjouskoodin sisällölliset seikat voidaan huomata itsesääntelyn asemasta huolimatta perustuvan lähtökohtaisesti AML:n säädöksiin. Itsesääntelyn ja viranomaissääntelyn välisen vuorovaikutussuhteen tarkastelun havaittiin näin ollen edellyttävän

viranomaissäännösten merkityksen selventämistä, sillä julkisen ostotarjouksen osalta itsesääntely ja viranomaissääntely ovat hyvin kytkeytyneitä toisiinsa. Tutkielman perusteella onkin mahdollista todeta, että julkisen ostotarjouksen sääntelyrakenteen kattava tarkastelu ei ole mahdollista vain toisen säännösten näkökulmasta.

6.2 Ostotarjoussäännösten sijoittajansuojalliset elementit

Sijoittajansuojan varmistaminen julkisissa ostotarjouksissa lienee yksi suurimmista yksittäisistä ostotarjoussääntelyn tavoitteista. Etenkin sijoittajien yhdenvertaisuudelle ja tasapuolisen kohtelun vaatimukselle annetaan merkittävän suuri painoarvo suhteessa tarjouksen tekijän oikeuksiin. Tämän työn ostotarjoussäännösten sijoittajansuojaa koskeissa osioissa tarkastelun kohteena ovat lainkohdat sekä itsesääntelynormit pyrkivät varmistamaan etenkin vähemmistöosakkeenomistajien oikeusturvan yritysvaltaustilanteissa.

Julkisten ostotarjousten tilanteista sijoittajansuojasäännöksistä on tämän työn perusteella havaittavissa kaksi erilaista elementtiä. Ensimmäinen näistä kokonaisuuksista koskee tilanteita, joissa kohdeyrityksen osakkeenomistaja hankkii 30, 50 tai 90 prosenttia yhtiön osakkeista. Vaikka tarjouksentekijälle asetetaan AML 11 luvun 7-8 §:ssä yhdenvertaisuuden ja tasapuolisen kohtelun vaatimukset, näillä on kuitenkin vaikutusta ainoastaan silloin, kun varsinaista ostotarjousta kohdennetaan tai pohditaan osakkeista maksettavaan vastikkeeseen liittyviä kysymyksiä. Nämä turvaavat toki sijoittajien asemaa suhteessa toisiinsa, mutta varsinaiset ja tehokkaimmat yritysvaltaukseseen liittyvät suojamekanismit näyttäisivät olevan kytkettyjä AML 11 luvun 19 §:n asettamaan tarjousvelvollisuuden syntymiseen ja OYL 18 luvun 1 §:ssä säädettyyn vähemmistöosakkeiden lunastamiseen liittyviin seikkoihin. Perustan tämän näkemyksen siihen seikkaan, että mainitut säännökset estävät niin sanotun hiljaisen yritysvaltauksen. Tarjousvelvollisuuteen ja lunastamiseen liittyvät lainkohdat varmistavat sen, ettei osakkeenomistajan ole mahdollista saavuttaa todellista määräysvaltaa yhtiössä lisäämällä omistusosuuksiaan kaikessa hiljaisuudessa. Sijoittajansuojallinen ulottuvuus näissä säännöksissä vaikuttaisikin kulminoituvan juuri

tälle periaatteelle siten, että säädettyjen omistusrajojen ylittyessä on tehtävä pakollinen ostotarjous muille yhtiön osakkeenomistajille.

Vaikka OYL 18 luvun 1 §:ssä säädetty lunastusoikeus ja -velvollisuus ei automaattisesti johdakaan AML 11 luvun 19 §:n lailla ostotarjoukseen, käytännössä pykälän sijoittajansuojallinen elementti vaikuttaa hyvin samankaltaiselta. Julkisen ostotarjouksen jälkeen vähemmistöomistajien on mahdollista vielä päästä osakkeistaan eroon käypään hintaan, vaikka nämä eivät varsinaiseen ostotarjoukseen tarttuneetkaan. Tämän vuoksi pidän perusteltuna esittää, että hyvään arvopaperimarkkinatapaan kuuluvien yleisluontoisten tasapuoliseen kohteluun ja yhdenvertaisuuteen liittyvien periaatteiden tuoma sijoittajansuojallinen ulottuvuus voidaan nähdä sijoittajansuojallisena standardina, kun taas osakkeenomistajien oikeudet saada osakkeensa kaupaksi käypään hintaan määräysvallan muuttumisen seurauksena ovat vahvoja sijoittajansuojallisia oikeuksia julkisten ostotarjousten sääntelykentällä.

Toisena julkisen ostotarjouksen sijoittajansuojasäännöksiin kytkeytyvänä havaintona on tarjouksen tekijän ja osakkeenomistajien välisen vuorovaikutuksen huomiointi. Tämän työn eri osa-alueiden perusteella on selvää, että useiden ostotarjoussäännösten tavoitteena on osakkeenomistajien oikeuksien turvaaminen. Toisaalta säännöksissä huomioidaan tarjouksentekijän oikeudet niiltä osin, kun muiden osakkeenomistajien ei ole katsottu tarvitsevan erityisiä suojakeinoja tai nämä eivät halua niitä käyttää. Tällainen tilanne on käsillä esimerkiksi silloin, kun osakkeenomistajat ovat etukäteisesti tietäneet jonkin omistajan ylittävän tarjousvelvollisuusrajan ja hyväksyneet järjestelyn. Mikäli tarjousvelvollisuudesta poikkeaminen ei aiheuta osakkeenomistajille negatiivisia toimenpiteitä, Fiva voi myöntää tällaisen poikkeuksen AML 11 luvun 31 §:n perusteella. Pakollisen ostotarjouksen välttämisen mahdollistavissa säännöksissä kyse ei näyttäisikään varsinaisesti olevan vähemmistöomistajia suojaavista säännöksistä.

Toinen esimerkki tarjouksentekijän huomioimisesta liittyy OYL:n vähemmistöosakkeiden lunastussäännökseen. OYL 18 luvun 1 § ei ole puhtaasti sijoittajansuojallinen säännös, vaan antaa tarjouksentekijälle oikeuden saada haltuunsa

lopun kohdeyhtiön osakkeista omistusosuuden noustua yli 90 prosentin. Tällöin vähemmistöomistajien sijoituksia ei enää suojata, vaan asetelma käännetään pääläelle. Syyt ovat luonnollisesti liiketoiminnallisia, mutta ymmärrettäviä tällaisessa tilanteessa. Englanninkielinen termi *squeeze out* kuvastaakin hyvin tilannetta, koska lunastusmenettelyllä on mahdollista niin sanotusti pakkolunastaa vähemmistöosakkeet silloin, kun omistajat eivät ole valmiita luopumaan osakkeistaan edes ostotarjouksen päätyttyä onnistuneesti.

6.3 Valvonnan rakenne ja vuorovaikutussuhteet julkisissa ostotarjouksissa

Julkisen ostotarjouksen valvontaan liittyvien instanssien toimivalta- ja seuraamuskykyjen tarkastelu on nostettavissa tämän työn haasteellisimmaksi osaksi. Tämä johtuu siitä, että valvonnallinen sääntely on erittäin laajaa ja monilta osin koskee julkisen ostotarjouksen lisäksi myös muita kaupankäyntimuotoja ja markkinailmiöitä. Julkiseen ostotarjoukseen liittyvien valvonta- ja sanktiomenetelmien jäsentämisessä onkin viime kädessä kyse siitä, mitkä asiakokonaisuudet ovat suorien ostotarjouksia sääntelevien normien lisäksi liitettävissä tutkittavaan ilmiöön.

Julkinen ostotarjous on osoittautunut olevan tarkasteltavana ilmiönä erittäin monipuolinen. Varsinaisen ostotarjoussäännösten ulkopuolelle ulottuvat valvonnalliset seikat eivät tee tästä poikkeusta, vaan pikemminkin jatkavat samalla linjalla. Julkisiin ostotarjouksiin liittyvät valvonnalliset aspektit voidaan havaita olevan rakenteellisesti jaettavissa markkinoilla suoritettavaan sisäiseen valvontaan ja ulkoiseen viranomaisvalvontaan. Näiden kahden valvontamuodon synergiaedut vaikuttaisivat perustuvan merkittävästi markkinatoimijoilta saatavaan tietoon. Markkinoiden ylimpinä valvontaviranomaisina toimivat Fiva ja KKV puuttuvat markkinoiden ja ostotarjouksien haitallisiin vaikutuksiin ensisijaisesti markkinatoimijoiden ilmoitusten perusteella, jonka vuoksi viranomaisvalvonnan voidaan nähdä olevan osittain riippuvainen itsesääntelyelinten ja markkinoiden antamasta informaatiosta. Toisaalta markkinoiden itsesääntely on taas riippuvainen viranomaisvalvonnasta, sillä esimerkiksi itsesääntelyelimenä toimivan Arvopaperimarkkinayhdistyksen toimivalta ostotarjouskoodin noudattamatta jättämisen tilanteissa on havaittu olevan vähäinen.

Viranomaissääntelyn ja itsesääntelyn vuorovaikutussuhteen lailla markkinoiden valvontainstanssien välinen korrelaatio vaikuttaisikin olevan merkittävässä asemassa valvontakoneiston toimivuuden kokonaisarvioinnissa. Markkinoiden valvontaelinten rakeenteellisen tarkastelun perusteella voidaan esittää johtopäätös, jonka mukaan reaktiivisesti nopeampi ja markkinatoiminnalle läheisempi sisäinen valvonta edellyttää toimiakseen tehokasta viranomaisvalvontaa, mutta viranomaisvalvonta ei yksinään riitä turvaamaan oikeusvarmuutta markkinakaupankäynnissä.

Julkisten ostotarjousten valvonnasta on rakenteellisten vaikutusten lisäksi erotettavissa säännösten kohdentamiseen liittyvä ulottuvuus. Tämä tarkoittaa sitä, että markkinoiden valvonnallinen elementti on jaettavissa kahteen osaan myös sen perusteella, millaisista valvontanormeista on kulloinkin kyse. Julkisten ostotarjousten valvontaa koskevan säännösten voidaan nähdä liittyvän joko AML:n sääntelemiin ostotarjousten teknisiin seikkoihin ja sijoittajien suojaamiseen tai ostotarjouksella suoritettavan yrityskaupan kilpailuoikeudellisiin vaikutuksiin markkinoiden rakenteellista toimivuutta ajatellen. Markkinoiden kilpailullisen rakenteen turvaaminen on luonteeltaan julkisiin ostotarjouksiin liittyvää johdannaisvalvontaa, sillä yrityskauppavalvonnalliset normistot eivät suoranaisesti koske itse ostotarjousten käyttöön liittyviä sisällöllisiä kokonaisuuksia. Kyse on pikemminkin ostotarjouksen lopputuloksen toimeenpanovalvonnasta, jonka tarkoituksena on estää julkisista ostotarjouksista markkinoiden toimintaan heijastuvia haitallisia vaikutuksia.

Finanssivalvonnan suorittamassa julkisten ostotarjousten sisältöön ja käyttöön liittyvässä valvonnassa on sen sijaan kyse suorasta ostotarjoussäännösten noudattamista koskevasta direktiosta. Siinä missä KKV:n tehtävänä on varmistaa ostotarjouksella suoritettavan yrityskaupan sopusuhtaisuus markkinoiden toimintaa ajatellen, Fivan vastuulla taas on markkinoiden rakenteen sijasta yhdenmukaisten pelisääntöjen ja sijoittajansuojallisten elementtien turvaaminen julkisia ostotarjouksia käytettäessä. Viranomaisvalvonnan osalta voidaankin näin ollen havaita, että yrityskauppavalvonta ja ostotarjoussäännösten suoraan kohdistuva valvonta eivät ole linkitettävissä toisiinsa yhtä vahvasti kuin rakenteelliset viranomais- ja itsesääntelyvalvonnan käsitteet. Tämän

perusteella on todettavissa, ettei ostotarjouksiin liittyvän viranomaisvalvonnan instanssit ole näiltä osin välittömässä vuorovaikutussuhteessa keskenään.

Viranomaisvalvonnan sanktiojärjestelmiä tarkastellessa voidaan havaita samankaltaisuuksia toimenpideoikeuksien ja seuraamusten osalta riippumatta siitä, mistä viranomaisvalvonnan osa-alueesta on kysymys. Etenkin hallinnollisten seuraamusmaksujen määrääminen on sekä Fivan että KKV:n pääasiallinen keinoa puuttua havaittuihin väärinkäytöksiin. Seuraamusten edellytysten arvioinnissa käytetään myös samankaltaisia parametrejä, joista merkittävin lienee rikkomuksen merkittävyyden ja olennaisuuden aste suhteessa käytössä oleviin seuraamusvaihtoehtoihin. Viranomaisvalvonnan sanktiokeinot eivät siis lähtökohtaisesti noudata kaavamaisesti linjaa, jossa tietystä rikkomuksesta langetetaan automaattisesti tietynlainen seuraamus. Sanktiojärjestelmät eivät kuitenkaan ole tästä huolimatta identtisiä, vaan näyttäisivät kallistuvan viime kädessä sellaiseen suuntaan, joka parhaiten edistää kyseessä olevien säännösten tavoitteiden toteutumista. Tämän mukaisesti Fivan seuraamusjärjestelmä painottaa rahallisen seuraamuksen langettamista rikkomustilanteissa, kun taas yrityskauppa-valvonnassa painopiste on ennalta ehkäisevä. Preventiiviseen valvontaan kuuluu luontaisesti hallinnollisten seuraamusmaksujen sijasta kilpailuongelman ratkaiseminen lähtökohtaisesti esimerkiksi ehtojen kautta tai vaihtoehtoisesti kiello- ja purkupäätösten avulla.

