

Regeringens proposition till riksdagen med förslag till lag om ändring av värdepappersmarknadslagen

PROPOSITIONENS HUVUDSAKLIGA INNEHÅLL

I propositionen föreslås ändringar i värdepappersmarknadslagen. Enligt förslaget ska bestämmelserna om anmälan om betydande ägar- och röstandelar samt om offentliga uppköpserbudanden och skyldighet att lämna erbjudanden ändras så att de utom på den reglerade marknaden också tillämpas på multilaterala handelsplattformar.

Målet med propositionen är att genom utvidgning av tillämpningsområdet för bestämmelserna förbättra investeringsskyddet för investerare i bolag som är föremål för handel på en multilateral handelsplattform samt öppenheten i handeln. Dessutom är avsikten att göra rättsläget tydligare för personer som agerar i samråd till den del som tillämpningen av de bestämmelser som gäller dem tillsammans med förpliktelser att kontrollera intressekonflikter som beror på den övriga finansmarknadslagstiftningen skulle leda till problem upptäckt i marknadspraxis och ett oändamålsenligt slutresultat.

Den föreslagna lagen avses träda i kraft den 1 mars 2024.

INNEHÅLL

PROPOSITIONENS HUVUDSAKLIGA INNEHÅLL	1
MOTIVERING.....	3
1 Bakgrund och beredning.....	3
1.1 Bakgrund.....	3
1.2 Beredning.....	5
2 Nuläget och bedömning av nuläget	5
3 Målsättning	7
4 Förslagen och deras konsekvenser	7
4.1 De viktigaste förslagen	7
4.1.1 Regleringen om uppköpserbudanden	7
4.1.2 Agerande i samråd	8
4.1.3 Flaggningsregler	9
4.2 De huvudsakliga konsekvenserna.....	9
4.2.1 Konsekvenser för företag.....	9
4.2.2 Konsekvenser för investerare	11
4.2.3 Konsekvenser för myndigheterna	14
5 Alternativa handlingsvägar.....	15
5.1 Handlingsalternativen och deras konsekvenser	15
5.1.1 Regleringen om uppköpserbudanden	15
5.1.2 Flaggningskyldighet.....	18
5.2 Lagstiftning och andra handlingsmodeller i utlandet	21
5.2.1 Reglering om uppköpserbudanden	21
5.2.2 Flaggningsregler	22
6 Remissvar	24
7 Specialmotivering.....	29
8 Bestämmelser på lägre nivå än lag	31
9 Ikraftträdande	31
10 Förhållande till grundlagen samt lagstiftningsordning	32
LAGFÖRSLAG.....	36
Lag om ändring av värdepappersmarknadslagen	36
BILAGOR	42
PARALLELLTEXT	42
Lag om ändring av värdepappersmarknadslagen	42
FÖRORDNINGSUTKAST	51
Finansministeriets förordning om ändring av finansministeriets förordning om innehållet i och offentliggörande av erbjudandehandlingar och om undantag som kan beviljas i fråga om deras innehåll samt om ömsesidigt erkännande av erbjudandehandlingar som godkänts inom Europeiska ekonomiska samarbetsområdet	51

MOTIVERING

1 Bakgrund och beredning

1.1 Bakgrund

Regleringen om uppköpserbudanden

Värdepappersmarknadsföreningen rf har genom ett initiativ daterat 15.7.2022 föreslagit för finansministeriet att 11 kap. i värdepappersmarknadslagen (746/2012), nedan också *VPML*, ska ändras när det gäller offentliga uppköpserbudanden och skyldigheten att lämna erbjudande i fråga om bolag som är föremål för handel på en multilateral handelsplattform, nedan också *MTF*. Värdepappersmarknadsföreningen fungerar som i 28 § i 11 kap. i värdepappersmarknadslagen avsett organ för självreglering när det gäller rekommendationer angående det förfarande som ska tillämpas vid offentliga uppköpserbudanden, och dess uppgift är också att mera allmänt främja god värdepappersmarknadssed.

Värdepappersmarknadsföreningen har föreslagit att värdepappersmarknadslagens 11 kap. 27 §, som gäller offentliga uppköpserbudanden på multilaterala handelsplattformar, ska upphävas och det allmänna tillämpningsområdet för kapitlet ändras så att kapitlets bestämmelser om offentliga uppköpserbudanden och skyldigheten att lämna erbjudande tillämpas förutom på reglerade marknader också på frivilliga och obligatoriska uppköpserbudanden som gäller bolag som i Finland är föremål för handel på en multilateral handelsplattform.

Bakgrunden till detta Värdepappersmarknadsföreningens initiativ är att föreningens styrelse i mars 2021 tillsatte en arbetsgrupp för att revidera koden för uppköpserbudanden och att det under arbetsgruppens arbete och särskilt i de yttranden som lämnats om arbetsgruppens förslag framkom behov av att granska om tillämpningsområdet för lagstiftningen om uppköpserbudanden borde utvidgas till att omfatta multilaterala handelsplattformar. Enligt arbetsgruppens uppdrag har ett av syftena med att revidera koden för uppköpserbudanden varit att beakta de ändringar som gjorts i lagstiftningen sedan koden utarbetades samt att bedöma andra behov att ändra koden utgående från erfarenheterna från tillämpningen av den. Vid arbetet med att revidera koden har en avsikt dessutom varit att bedöma behovet av självreglering för de företagsarrangemang som konkurrerar sinsemellan samt att utvidga tillämpningsområdet för uppköpserbudandekoden till de offentliga uppköpserbudanden som lämnas på marknadsplatsen Nasdaq First North Growth Market Finland, nedan *First North Finland*, som upprätthålls av Helsingforsbörsen, det vill säga Nasdaq Helsinki. Dessutom har arbetsgruppen haft som uppdrag att bedöma metoder att främja transparensen i tillämpningen av koden för uppköpserbudanden samt uppkomsten av utlåtandepraxis för nämnden för uppköpserbudanden.

Begäran om yttrande om utkastet till kod för uppköpserbudanden publicerades i november 2021. I utkastet föreslogs att rekommendationerna i koden för uppköpserbudanden i fortsättningen ska tillämpas också på offentliga uppköpserbudanden som gäller aktier som är föremål för handel på multilaterala handelsplattformar. Dessutom föreslogs i koden nya MTF-rekommendationer som skulle gälla uppköpserbudanden på aktier som är föremål för handel på multilaterala handelsplattformar och skyldighet att ge erbjudanden på multilaterala handelsplattformar. MTF-rekommendationerna skulle ha motsvarat innehållet i de viktigaste bestämmelserna i 11 kap. i värdepappersmarknadslagen och de skulle ha baserat sig på så kallad äkta självreglering, eftersom det lagenliga förfarandet ”följ eller förklara” som grundar sig på 11 kap. lämpar sig endast för offentliga uppköpserbudanden, vilka gäller bolag som är börsnoterade på en reglerad marknad.

Det ansågs nödvändigt att utarbeta en kod för självreglering gällande uppköpserbudanden på multilaterala handelsplattformar eftersom antalet företag som är föremål för handel på marknadsplatsen First North Finland hade ökat betydligt sedan koden för uppköpserbudanden utfärdades. Syftet var att genom de föreslagna rekommendationerna i uppköpserbudandekoden få erbjudandeprocessen och dess transparens på samt skyddet för aktieägarna i målbolag på multilaterala handelsplattformar att stämma bättre överens med reglerna för uppköpserbudanden i börsbolag. Dessutom föreslogs i rekommendationerna att bestämmelserna om skyldigheten att lämna uppköpserbudande i värdepappersmarknadslagen genom självreglering utvidgas till att gälla också företag som är föremål för handel på multilaterala handelsplattformar.

Tiden för utlåtanden om kodutkastet gick ut i januari 2022. Värdepappersmarknadsföreningen fick sammanlagt 12 utlåtanden om kodutkastet. Yttranden lämnades av den övervakande myndigheten, juridiska rådgivare, ekonomiska rådgivare, sammanslutningar som representerar placerare och styrelsens medlemmar samt en First North Finland-emittent och en representant för ett börsbolag.

Största delen av dem som lämnade yttranden förhöll sig positivt till Värdepappersmarknadsföreningens förslag om att de skyldigheter i fråga om förfaringsätt och information som gäller offentliga uppköpserbudanden på den reglerade marknaden ska utvidgas till att gälla också offentliga uppköpserbudanden på multilaterala handelsplattformar. Däremot hade de som yttrade sig delade åsikter när det gäller en erbjudandeskyldighet baserad på självreglering. En ansåg att en skyldighet att lämna uppköpserbudande på multilaterala handelsplattformar i sig är ägnad att förbättra skyddet för investerarna, men att det borde föreskrivas om skyldigheten i lag. Många ansåg att en rekommendation som faller under självregleringen inte kan verkställas tillräckligt effektivt och riskerar att inte följas. Den rättsliga osäkerheten vad gäller iakttagandet av rekommendationen skulle också kunna minska investerarnas intresse för företag som är föremål för handel på multilaterala handelsplattformar. Två av dem som gav utlåtande motsatte sig att bestämmelserna om skyldighet att lämna erbjudande utsträcks till att gälla multilaterala handelsplattformar överlag.

Värdepappersmarknadsföreningen har i sitt initiativ till finansministeriet framfört att det med tanke på en effektivt fungerande värdepappersmarknad och förtroendet för den är viktigt att det finns tillräckliga och aktuella bestämmelser om offentliga uppköpserbudanden som lämnas på multilaterala handelsplattformar. Föreningen betonar att tillväxten på marknadsplatsen och dess nuvarande betydelse för värdepappersmarknaden har förändrats betydligt under senare år. Föreningen anser att reglering på lagnivå vad gäller på effektiviteten och verkställbarheten är klart effektivare än rekommendationer som ingår i självregleringen när det är fråga om förpliktelser som är ekonomiskt betydande, såsom aktieägars skyldighet att lämna uppköpserbudanden. Med tanke på att bestämmelserna ska vara tydliga och konsekventa är det enligt föreningen motiverat att det i lag föreskrivs om offentliga uppköpserbudanden och skyldigheten att lämna erbjudande på multilaterala handelsplattformar i motsvarande omfattning som för reglerade marknader. Vid finansministeriet har man beslutat att göra ändringar i lagstiftningen utgående från Värdepappersmarknadsföreningens initiativ.

Flaggningsregler

I Värdepappersmarknadsföreningens initiativ ingick inte något förslag om ändring av bestämmelserna om anmälan om betydande ägar- och röstandelar (så kallad flaggningskyldighet) i 9 kap. i värdepappersmarknadslagen. Vid finansministeriet har man dock ansett det motiverat att utöver regleringen om uppköpserbudanden att utvidga flaggningsbestämmelserna till att omfatta multilaterala handelsplattformar för att investerare

bättre ska kunna observera koncentrationer av ägande och röstetal och således upptäcka när det finns en möjlighet att uppköpserbjudande kommer att lämnas.

1.2 Beredning

Lagstiftningsförslagen har beretts vid finansministeriet.¹

2 Nuläget och bedömning av nuläget

Regleringen om uppköpserbjudanden

Syftet med bestämmelserna om offentliga uppköpserbjudanden är att främja investerarnas förtroende för verksamheten på värdepappersmarknaden bland annat genom att skapa systematiska förfaringssätt för genomförande av uppköpserbjudanden och genom att trygga investerarnas tillgång till information och likabehandling. Syftet med de bestämmelser som gäller skyldigheten att lämna erbjudande åter är att skydda aktieägarna i en situation där bestämmande inflytande eller betydande inflytande i målbolaget koncentreras eller överförs.

De bestämmelser som gäller offentliga uppköpserbjudanden som lämnas på multilaterala handelsplattformar utfärdades ursprungligen i samband med det nationella genomförandet av direktivet 2004/39/EG² (RP 43/2007 rd). Bestämmelserna om offentliga uppköpserbjudanden på multilaterala handelsplattformar i värdepappersmarknadslagen har varit oförändrade sedan 2007, och de har senast granskats i samband med den fullständiga omarbetningen av lagstiftningen om värdepappersmarknaden 2012. I samband med omarbetningen infördes bestämmelsen om offentliga uppköpserbjudanden i 3 a kap. 14 § i den upphävda värdepappersmarknadslagen (495/1989) i praktiken som sådan i 11 kap 27 § i gällande värdepappersmarknadslag. I paragrafen föreskrivs det om de förfaranden som ska iaktas vid frivilliga uppköpserbjudanden. Enligt bestämmelsen ska budgivaren uppfylla kravet på opartisk behandling och kravet att tillhandahålla relevant och tillräcklig information så att innehavarna av värdepapper kan göra en väl underbyggd bedömning av uppköpserbjudandet samt skyldigheten att offentliggöra och ge information om uppköpserbjudandet. Skyldigheten att ge information har gjorts mindre betungande än den är för reglerade marknader. Ett erbjudande omfattas inte av Finansinspektionens godkännandeförfarande, utan det behöver bara skickas till Finansinspektionen för kännedom. På erbjudanden tillämpas de prissättningsbestämmelser som gäller för reglerade marknader i tillämpliga delar. Bestämmelserna om skyldigheten att lämna erbjudande tillämpas inte alls på multilaterala handelsplattformar.

Tidigare har det inom lagberedningen ansetts att eftersom emittenter av värdepapper som ska tas upp till multilateral handel och uppköpserbjudanden som gäller sådana värdepapper sannolikt är betydligt mindre än emittenter och motsvarande erbjudanden på en reglerad marknad, skulle det bli allt för tungt att tillämpa bestämmelserna om uppköpserbjudanden i deras helhet på denna marknad (RP 43/2007 rd, s. 89 och RP 32/2012 rd, s. 151). Vid den

¹ <https://vm.fi/sv/projekt?tunnus=VM039:00/2023>

² Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/39/EG av den 21 april 2004 om marknader för finansiella instrument och om ändring av rådets direktiv 85/611/EEG och 93/6/EEG och Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/12/EG samt upphävande av rådets direktiv 93/22/EEG. Direktiv 2004/39/EG har omarbetats genom Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av direktiv 2002/92/EG och av direktiv 2011/61/EU (omarbetning) Text av betydelse för EES.

tidpunkt då omarbetningen genomfördes var aktierna i endast tre företag föremål för handel på marknadsplatsen First North Finland, som hittills är den enda finländska multilaterala handelsplattformen. För närvarande är redan 51 företag föremål för handel på First North Finland. Då arbetet med att revidera Värdepappersmarknadsföreningens kod för uppköpserbudanden inleddes hade det ännu inte lämnats ett enda offentligt uppköpserbudande på First North Finland, men under beredningen av koden har lämnades tre erbjudanden. Fram till juni 2023 hade det lämnats sammanlagt fyra erbjudanden. För närvarande följer First North Finland-bolagen frivilligt gällande uppköpserbudandekod 2022³.

De multilaterala handelsplattformarna är i princip avsedda att vara marknadsplatser där regleringen är lättare än på reglerade marknader. EU-bestämmelserna om emittenter av värdepapper är endast i begränsad utsträckning tillämpliga på emittenter av värdepapper på multilaterala handelsplattformar. Avsikten med den lättare regleringen är att sänka tröskeln för notering jämfört med den reglerade marknaden och på så sätt uppmuntra också små och medelstora företag att notera sig. Direktivet 2004/25/EG, nedan *uppköpserbudandedirektivet*, som bestämmelserna i 11 kap. i värdepappersmarknadslagen i huvudsak baserar sig på, är tillämpligt endast på offentliga uppköpserbudanden som lämnas på reglerade marknader. Största delen av värdepappersmarknadslagens bestämmelser om förfaringsätt och informationsskyldighet vid offentliga uppköpserbudanden gäller dem som lämnar uppköpserbudanden.

Vissa av de bolag som är föremål för handel på marknadsplatsen First North Finland har i sina bolagsordningar tagit med bestämmelser om sina aktieägares skyldighet att lämna erbjudanden. Innehållet i dessa bolags bestämmelser i bolagsordningen avviker från varandra. Aktieägarnas skyldigheter baserade på bestämmelser i bolagsordningarna är således ägnade att medföra större utredningskostnader för investerarna.

Flaggningsregler

Om flaggningsskyldigheten föreskrivs i 9 kap. i värdepappersmarknadslagen. Genom bestämmelserna har kraven i direktiv 2004/109/EG, nedan *öppenhetsdirektivet*, satts i kraft. Enligt 9 kap. 5 § i värdepappersmarknadslagen ska en aktieägare anmäla sin ägar- och röstandel till målbolaget och Finansinspektionen (*flaggningsanmälan*) när andelen uppnår, överskrider eller underskrider 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50 eller 90 procent eller två tredjedelar av röstetalet eller totalantalet aktier i målbolaget (*flaggningsgräns*). Målbolaget är i sin tur skyldigt att offentliggöra en flaggningsanmälan, som baserar sig på artikel 12.6 i öppenhetsdirektivet och har satts i kraft genom 9 kap. 10 § i värdepappersmarknadslagen.

Målet med flaggningsbestämmelserna är att främja öppenheten på marknaden när det gäller börsbolags ägar- och maktutövningsstrukturer samt förändringar i dessa. Skyldigheten att anmäla betydande ägar- och röstandelar tillämpas på aktier som är föremål för handel på den reglerade marknaden. Flaggningsskyldigheten tillämpas inte i nuläget till någon del på den multilaterala marknaden. Vissa bolag som är föremål för handel på marknadsplatsen First North Finland har dock i sin bolagsordning tagit in bestämmelser om sina aktieägares flaggningsskyldighet. Denna praxis är ägnad att leda till en oenhetlig marknadspraxis och öka investerarnas kostnader för att utreda saken.

³ <https://www.cgfinland.fi/sv/kod-for-uppkopserbudanden/>

3 Målsättning

Målet med propositionen är att förbättra investeringsskyddet för dem som investerar i bolag som på ansökan av emittenten eller med emittentens samtycke tagits upp till handel på multilaterala handelsplattformar. Detta sker genom att man föreskriver om en skyldighet att på en sådan marknadsplats erbjuda sig att av investerare i ett målbolag köpa aktier och vissa värdepapper som berättigar till aktier när bestämmande eller betydande inflytande i bolaget koncentreras eller överförs. Också de bestämmelser om förfaringssätt som gäller uppköpserbjudanden förenhetligas så att de motsvarar de bestämmelser som tillämpas på reglerade marknader. Dessutom utvidgas flaggningsskyldigheten enligt 9 kap. i värdepappersmarknadslagen till att gälla sådana marknadsplatser så att koncentration av bestämmande inflytande eller betydande inflytande blir tillräckligt transparent.

Målet med reformerna är att genom att förbättra investerarskyddet och öppenheten på marknaden göra aktier i bolag som är föremål för handel på multilaterala handelsplattformar till mera lockande placeringsobjekt. Detta kan anses ha positiva konsekvenser med tanke på en totaleffektiv verksamhet på värdepappersmarknaden och därigenom för samhällsekonomin.

4 Förslagen och deras konsekvenser

4.1 De viktigaste förslagen

4.1.1 Regleringen om uppköpserbjudanden

Det föreslås att bestämmelsen om tillämpningsområdet i 1 § i 11 kap. i värdepappersmarknadslagen ändras så att bestämmelserna i kapitlet tillämpas också på offentliga uppköpserbjudanden som gäller aktier eller vissa värdepapper som berättigar till aktier vilka på ansökan av emittenten eller med emittentens samtycke har tagits upp till handel på en multilateral handelsplattform. I praktiken innebär detta att det på uppköpserbjudanden på multilaterala handelsplattformar kommer att tillämpas flera förfarandebestämmelser som inte för närvarande tillämpas på dessa marknader. Budgivarens skyldighet att ge information kommer till exempel i och med erbjudandehandlingen att få en mera bestämd form, och offentliggörandet av handlingen kommer i fortsättningen att förutsätta Finansinspektionens godkännande. I fråga om de krav som gäller innehållet i och offentliggörande av erbjudandehandlingar tillämpas också på multilaterala handelsplattformar i tillämpliga delar finansministeriets förordning om innehållet i och offentliggörande av erbjudandehandlingar och om undantag som kan beviljas i fråga om deras innehåll samt om ömsesidigt erkännande av erbjudandehandlingar som godkänts inom Europeiska ekonomiska samarbetsområdet (1022/2012).

På multilaterala handelsplattformar tillämpas dessutom i fortsättningen bestämmelserna i 11 kap. i värdepappersmarknadslagen om ett målbolags styrelses yttrande om ett uppköpserbjudande, konkurrerande uppköpserbjudanden och målbolagets rätt att hos Finansinspektionen ansöka om en tidsfrist inom vilken en person som planerar att lämna ett uppköpserbjudande antingen ska offentliggöra erbjudandet eller meddela att den inte kommer att lämna något offentligt uppköpserbjudande (den så kallade *put up or shut up*-regeln).

Till följd av ändringarna gäller på multilaterala handelsplattformar i fortsättningen också en skyldighet att lämna erbjudande, det vill säga en investerares skyldighet att erbjuda sig att köpa alla aktier och värdepapper som berättigar till aktier som målbolaget har emitterat när investerarens röstandel överskrider 30 eller 50 procent av det totala antal röster som aktierna i målbolaget ger.

Det föreslås inte någon ändring i 11 kap. 28 § som gäller rekommendation om förfaranden vid offentliga uppköpserbjudanden. MTF-bolag påförss således inte någon skyldighet att höra till det organ som avses i 28 §, i praktiken Värdepappersmarknadsföreningen. I gällande Uppköpserbjudandekod 2022 som baserar sig på bestämmelsen beaktas MTF-emittenter, men det är i nuläget frivilligt för dem att följa rekommendationerna i koden. I framtiden kommer kodens nivå av förpliktelse för multilaterala handelsplattformar dock att ändras genom att budgivare i 11 kap. 9 § 3 mom. och målbolag i 13 § 3 mom. åläggs att anmäla var för sig antingen att de förbinder sig att iaktta koden eller att de eventuellt inte förbinder sig att iaktta koden och motiveringarna för detta.

4.1.2 Agerande i samråd

I 5 § i 11 kap. i värdepappersmarknadslagen om att agera i samråd, föreslås ändringar. Bakgrunden till dem är vissa problem som observerats i marknadspraxis vilka beror på en motstridighet mellan bestämmelserna i 11 kap. 5 § i värdepappersmarknadslagen och andra finansmarknadsbestämmelser som gäller intressekonflikter. Enligt 11 kap. 5 § 2 mom. 1 punkten i värdepappersmarknadslagen en aktieägare samt företag och stiftelser i vilka aktieägaren har ett bestämmande inflytande samt dessas pensionsstiftelser och pensionskassor personer som agerar i samråd. Bestämmelsen baserar sig på artikel 2.2 i uppköpserbjudandedirektivet. Annanstans i lagstiftningen om finansmarknaden är emellertid aktörer på finansmarknaden skyldiga att i syfte att stärka skyddet för kunderna på finansmarknaden agera enligt kundernas intresse samt identifiera, förebygga och kontrollera eventuella intressekonflikter. I dessa situationer har ett moderbolag inte möjlighet att ingripa i sitt dotterbolags investeringsbeslut. Om sådana skyldigheter föreskrivs bland annat i direktivet om finansiella instrument (2014/65/EU)⁴, direktivet om fondföretag (2009/65/EG)⁵ och direktivet om förvaltare av alternativa investeringsfonder (2011/61/EU)⁶ samt i de delegerade förordningar som kommissionen utfärdat med stöd av dem.

Syftet med de ändringar som införs i 11 kap. 5 § i värdepappersmarknadslagen är att förtydliga rättsläget till den del som tillämpningen av bestämmelsen leder till konflikt med övrig finanslagstiftning. Även om det i artikel 2.2 i uppköpserbjudandedirektivet föreskrivs att när definitionen i artikel 2.1 d på personer som agerar i samförstånd tillämpas betraktas juridiska personer som kontrolleras av en annan juridisk person som personer som handlar i samförstånd med den senare personen och med varandra, möjliggör artikel 4.5 andra stycket undantag från detta förutsatt att de allmänna principerna i artikel 3.1 följs. Exempelvis i Sverige har ovan

⁴ Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av direktiv 2002/92/EG och av direktiv 2011/61/EU (omarbetning) Text av betydelse för EES

⁵ Europaparlamentets och rådets direktiv 2009/65/EG av den 13 juli 2009 om samordning av lagar och andra författningar som avser företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondföretag) (omarbetning) (Text av betydelse för EES)

⁶ Europaparlamentets och rådets direktiv 2011/61/EU av den 8 juni 2011 om förvaltare av alternativa investeringsfonder samt om ändring av direktiv 2003/41/EG och 2009/65/EG och förordningarna (EG) nr 1060/2009 och (EU) nr 1095/2010 Text av betydelse för EES

beskrivna konflikt lösts genom självreglering så att skyldigheten att höja eller kreditera priset i erbjudandet inte tillämpas i sådana situationer.⁷

Det föreslås att konflikten löses genom att det till 11 kap. 5 § i värdepappersmarknadslagen läggs ett nytt 3 mom. där det föreskrivs att personer på vilka undantagen enligt 9 kap. 8 a eller 8 c § i värdepappersmarknadslagen tillämpas inte ska anses agera i samråd med budgivaren. Det måste anses att en förutsättning för att undantaget ska kunna tillämpas på ett företag är att det är ett företag som avses i 9 kap. 8 a § och har lämnat Finansinspektionen den anmälan som avses i 8 a § 3 mom. eller att det är ett företag som avses i 8 c § undantaget har beviljats enligt den paragrafen.

Eftersom det i marknadspraxis kan komma fram behov att på ett sätt som avviker från presumptionsbestämmelserna i lagen bedöma situationer där 9 kap. 8 a och 8 c § i värdepappersmarknadslagen inte är tillämpliga men där ett moderbolags bestämmanderätt eller inflytande är begränsad i fråga om dotterbolags investerings- eller omröstningsbeslut, föreslås det att den möjlighet till bedömning från fall till fall som Finansinspektionen har enligt det nuvarande 3 mom. i 11 kap. 5 § i värdepappersmarknadslagen i fortsättning ska omfatta alla fall av agerande i samråd som avses i 2 mom. I fortsättningen ska det föreskrivas om detta i 4 mom.

Dessutom ska Finansinspektionen vid behov med stöd av 11 kap. 31 § i värdepappersmarknadslagen kunna utfärda preciserande föreskrifter om de grunder på vilka personer som avses i bestämmelsen inte ska anses agera i samråd. För närvarande omfattar bemyndigandet att utfärda föreskrifter enligt formuleringen i den paragrafen endast de grunder på vilka personerna anses agera i samråd. Det föreslås därför att det till formuleringen i 11 kap. 31 § i värdepappersmarknadslagen läggs att Finansinspektionen ska kunna utfärda föreskrifter också om de grunder på vilka personer som avses i bestämmelsen inte ska anses agera i samråd.⁸

4.1.3 Flagningsregler

Det föreslås att tillämpningsområdet för 9 kap. i värdepappersmarknadslagen ändras så att bestämmelserna om anmälan om betydande ägar- och röstandelar i detta kapitel i fortsättning tillämpas också på bolag som på ansökan av emittenten eller med emittentens samtycke i Finland tagits upp till handel på en multilateral handelsplattform. Syftet med att utvidga flagningskyldigheten till att omfatta den multilaterala marknaden är att trygga att investerarna får lika information om bolagens ägar- och rösttalsstruktur, vilket kan ha en väsentlig inverkan på värdet på bolagets aktier. Att flagningskyldighet saknats har möjliggjort ett skadligt förfarande genom vilket den som lämnat uppköpserbjudandet har kunnat öka sitt ägande i målbolaget utan att det märkts i offentligheten (så kallade *creeping takeover*-uppköpserbjudanden). Genom att utvidga flagningskyldigheten strävar man således efter att förbättra öppenhet i handeln också på multilaterala handelsplattformar.

⁷ Se *Aktiemarknadens Självregleringskommitté*, Takeover-regler för Nasdaq Stockholm och Nordic Growth Market NGM https://regelkommitten.se/userfiles/pdf/regler_svenska/takeover-regler/Takeover-reglerna_2021-01-01.pdf, s. 37.

⁸ Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (ESMA) har publicerat ett offentligt uttalande om de situationer där personer i princip inte anses agera i samförstånd: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-2014-677-rev_public_statement_concerning_shareholder_cooperation_and_acting_in_concert.pdf

4.2 De huvudsakliga konsekvenserna

4.2.1 Konsekvenser för företag

First North Finland-bolag

I Finland finns för närvarande en multilateral handelsplattform, First North Finland, och de ändringar som föreslås gäller de bolag som är föremål för handel på denna plattform. I juni 2023 var 51 bolag föremål för handel på plattformen. Variationen i marknadsvärde för dessa bolag är relativt stor, från cirka 2 miljoner till ca 1,8 miljarder euro. Medeltalet ligger kring 113 miljoner och medianen kring cirka 51 miljoner euro⁹.

Det typiska företaget på marknadsplatsen First North Finland är ett tillväxtföretag som till sitt marknadsvärde är mindre än företagen på den reglerade marknaden¹⁰. På dessa tillväxtföretag tillämpas krav som är mindre stränga exempelvis när det gäller bokslutspraxis. First North Finland-bolag har ofta en svagare likviditet än bolagen på den reglerade marknaden, eftersom det ofta bedrivs mera handel med aktier i bolag på den reglerade marknaden. Flera bolag har då de vuxit övergått från marknadsplatsen First North Finland till den reglerade marknaden. Enligt Värdepappersmarknadsföreningens utredningar är den största aktieägarens ägarandel i ungefär vart tredje av First North Finland-bolagen över 30 procent och i ungefär var tionde över 50 procent.¹¹ Ägandet i First North Finland-bolagen är således delvis ganska koncentrerat.

De bestämmelser som gäller uppköpserbjudanden är tillämpliga på målbolag endast i en uppköpserbjudandesituation och utgör således inte någon kontinuerlig administrativ börda för målbolagen. När man beaktar att en uppköpserbjudandeprocess är en enskild och relativt sällsynt händelse under ett bolags livscykel, bedöms att den administrativa börda som ändringarna i lagstiftningen leder till för bolagen är liten. Eftersom skyldigheten att lämna erbjudande på multilaterala handelsplattformar skulle gälla endast situationer där det bestämmande inflytandet eller ett betydande inflytande i bolagen skulle uppstå eller överföras efter att bolagets aktie tagits upp till handel på en multilateral handelsplattform, blir effekterna på listningströskeln sannolikt begränsade.

När flaggningsbestämmelserna utvidgas till att omfatta First North Finland-bolag förbättras bolagens transparens och informationsgivning. First North Finland-bolagen blir i dessa avseenden mera lika bolagen på den reglerade marknaden, vilket från placerarnas synpunkt kan sänka de riskpremier som krävs för placeringsobjekt och göra bolagen mera attraktiva som placeringsobjekt. Detta kan på lång sikt ha en sänkande inverkan på kapitalkostnaderna, vilket kan förbättra bolagens verksamhetsförutsättningar.

⁹ Situationen 4/2023. Om man inte beaktar det First North Finland-bolag som har det största marknadsvärdet blir medeltalet av marknadsvärdena betydligt lägre, närmare bestämt ca 79 miljoner euro.

¹⁰ Medeltalet av marknadsvärdet för bolagen på den reglerade marknaden är cirka 1,9 miljarder euro och medianen cirka 237 miljoner euro (situationen 31.5.2023).

¹¹ Siffrorna beskriver situationen i juli 2022 när föreningen lämnade in sitt initiativ. Situationen 30.9.2023 stämde fortfarande överens med situationen när initiativet lämnades. I siffrorna har man inte beaktat eventuellt agerande i samråd enligt 11 kap. 5 § i värdepappersmarknadslagen. För tydlighetens skull konstateras att bolag där den största aktieägarens ägarandel är över 50 procent också ingår i de bolag där den största aktieägarens ägarandel är över 30 procent.

Bolagens kostnader för att publicera flaggningsmeddelanden beror på hur man har beslutat sköta offentliggörandet av meddelanden i praktiken. Man vet att en del bolag har ett årsavgiftsbaserat avtal om den tekniska publiceringen av meddelanden, medan andra anlitar en tjänst på meddelande/avgift-basis. De kostnader som skyldigheten att publicera ett flaggningsmeddelande medför för bolagen uppskattas dock inte vara så betydande att de sannolikt skulle orsaka en ofördelaktig konkurrenssituation för Finland jämfört med andra länder.

När det gäller utvidgningen av flaggningsskyldigheten till att omfatta multilaterala handelsplattformar är det dock skäl att beakta att emittenter, vars aktier är föremål för handel på multilaterala handelsplattformar, omfattas av skyldigheten att göra anmälan om förmånstagare enligt handelsregisterlagen (564/2023) och lagen om förhindrande av penningtvätt och av finansiering av terrorism (444/2017). Skyldigheten gäller när en fysisk person direkt eller indirekt äger en större andel än 25 procent av en juridisk persons aktier, direkt eller indirekt utövar en större andel än 25 procent av en juridisk persons rösträtt eller på annat sätt utövar faktiskt bestämmande inflytande i en juridisk person. Utanför anmälningsskyldigheten står bolag som är föremål för handel på en reglerad marknad. Eftersom det på direktivet baserade undantag som gäller reglerade marknader¹² inte gäller bolag vars aktier är föremål för handel på en multilateral handelsplattform, har dessa bolag som en följd av ändringarna i flaggningsbestämmelserna delvis mera omfattande skyldigheter än bolag på en reglerad marknad. Det skulle därför vara ändamålsenligt att utvidga det undantag som tillämpas på företag på reglerade marknader så att det gäller också emittenter vars aktier på ansökan av emittenten eller med emittentens samtycke tagits upp till handel på en multilateral handelsplattform. Skyldigheten att anmäla förmånstagare grundar sig dock på ett direktiv, vilket som bäst håller på att ersättas med en direkt tillämplig förordning. Det har inte ansetts motiverat att innan förordningen eventuellt träder i kraft inleda nationella lagstiftningsåtgärder som skulle kunna stå i strid med den kommande förordningen. Behandlingen av ärendet i EU pågår fortfarande.

Den börda som orsakas av att regleringen delvis är överlappande bedöms likväl vara liten, eftersom uppfyllandet av skyldigheten att göra anmälan om förmånstagare är en händelse av engångsnatur som gäller fysiska personer när ägarandelen är över 25 procent. Flaggningsskyldigheterna gäller vid fler procentuella andelar, och de omfattar förutom fysiska personer även juridiska personer. Genom skyldigheten att göra anmälan om förmånstagare uppnås också andra mål än genom flaggningsskyldigheten vars syfte i första hand är att öka öppenheten på marknaden vid förändringar i ägar- och röstandelar i bolag som är föremål för handel.

4.2.2 Konsekvenser för investerare

Skyldighet att lämna erbjudande

En skyldighet att lämna erbjudande som baserar sig på lagen kan verkställas effektivare än en rekommendation i koden för uppköpserbjudande som uppfylls genom självreglering, vilket främjar iakttagandet av regleringen och regleringens förutsägbarhet samt investerarskyddet.

Genom den övergångsbestämmelse som tas in i lagen garanteras att skyldigheten att lämna erbjudande inte kommer att gälla situationer där gränsen för erbjudandeskyldigheten

¹² Artikel 3.6 a i i direktiv (EU) 2015/849.

överskridits innan lagen trätt i kraft. Dessutom föreskrivs om en övergångsperiod på tre månader för att aktieägarna i bolag vars aktier är föremål för handel på multilaterala handelsplattformar ska kunna anpassa sig till den ändrade lagstiftningen samt dimensionera sitt ägande så att gränsen för skyldigheten att lämna ett uppköpserbjudande inte ska kunna komma som en överraskande följd av lagändringen för dem. Skyldigheten att lämna erbjudande kan då inte anses komma som en överraskande lagändring för dem som är skyldiga att lämna erbjudande, eftersom de har möjlighet att beakta de skyldigheter som följer av de nya bestämmelserna och reglera sin röstandel i bolaget med beaktande av gränsvärdena för skyldigheten att lämna erbjudande. Denna synpunkt stöds av grundlagsutskottet som i utlåtande 1/2003 konstaterat att ”man har skäl att räkna med legislativa förändringar i verksamhet [...] som bygger på ett juridisktekniskt instrument typ aktie” (GrUU 1/2003 rd, s. 3).

Att kraven på förfaringssätt och informationsskyldighet när det gäller offentliga uppköpserbjudanden förtydligas i fråga om både obligatoriska och frivilliga uppköpserbjudanden kan främja skyddet av investerare och investerarnas förtroende för multilaterala handelsplattformar, vilket också är ägnat att minska de riskpremier som krävs av bolag som är föremål för handel på en multilateral handelsplattform. Enligt Värdepappersmarknadsföreningens initiativ kan ändringarna också harmonisera praxis och öka förutsägbarheten när man vid tolkningen av bestämmelserna skulle kunna använda uppköpserbjudanden som lämnas på en reglerad marknad som exempel.

Många EU-rättsakter som har till syfte att förbättra investerarskyddet, såsom förordning (EU) 596/2014 om marknadsmissbruk, kan redan nu tillämpas på multilaterala handelsplattformar multilateral handelsplattform om än i mera begränsad omfattning än på bolag på den reglerade marknaden. Bestämmelserna om offentliga uppköpserbjudanden och skyldighet att lämna erbjudande skulle ytterligare föra nivån på investerarskyddet på multilaterala handelsplattformar närmare skyddet på reglerade marknader.

Agerande i samråd

Förtydligandet av bestämmelserna i 11 kap. 5 § i värdepappersmarknadslagen kan anses leda till att investerarnas kostnader för att skaffa information och iaktta bestämmelserna sjunker. Efter ändringarna är det klart att personer på vilka undantagen i 9 kap. 8 a eller 8 c § i värdepappersmarknadslagen tillämpas inte anses agera i samråd med den som lämnar ett erbjudande (budgivaren) oberoende av om det föreligger bestämmande inflytande.

Definitionen på att agera i samråd ska tillämpas förutom på bestämmande av erbjudandepris också vid bedömning av skyldigheten att lämna erbjudande. Däremot bedöms inte ändringen inverka på antalet uppköpserbjudanden som genomförs. Det är inte känt att personer som omfattas undantag som gäller flaggning enligt 9 kap. 8 a eller 8 c i värdepappersmarknadslagen skulle ha överskridit gränserna för skyldigheten att lämna erbjudanden på grund av att de agerat i samförstånd. Dessutom har Finansinspektionen haft möjlighet att i sådana fall med stöd av 11 kap. 26 § bevilja undantag från skyldigheten att lämna erbjudanden om den har ansett det ändamålsenligt. De kostnader som eventuella ansökningar om undantag orsakar utgår till de delar det direkt på lagnivå föreskrivs om undantag från kravet att lämna erbjudande i de fall av undantag från flaggningsskyldigheten som anges i 9 kap. 8 a och 8 c i värdepappersmarknadslagen.

Flaggningsskyldighet

Den föreslagna utvidgningen av flaggningsskyldigheten till att gälla First North Finland-bolag får liknande konsekvenser för att förbättra investerarskyddet som utvidgningen av

tillämpningsområdet för regleringen om uppköpserbjudanden. Investerarnas möjligheter att få information förbättras, vilket kan öka förtroendet för First North Finland-bolag. Utvidgningen av flaggningsskyldigheten gör det lättare att följa utvecklingen i First North Finland-bolagens ägandestruktur.

Att utarbeta flaggningsmeddelanden för målbolagen och Finansinspektionen medför i viss mån kostnader för enskilda investerare. Anmälan görs dock på en blankett som finns på Finansinspektionens webbsidor och det är i allmänhet inte en regelbundet återkommande åtgärd. Därför uppskattas de kostnader som investerarna förorsakas av att flaggningsskyldigheten utvidgas bli rätt måttliga. De investerare som gör placeringar som överskrider gränsen kan dock förorsakas förhållandevis större kostnader för att utreda de nationella bestämmelserna.

På de First North-marknadsplatser i Sverige, Danmark och Island som motsvarar First North Finland tillämpas inte någon flaggningsskyldighet. Den föreslagna utvidgning av flaggningsskyldigheten till att gälla marknadsplatsen First North Finland ökar således investerarnas skyldigheter i Finland jämfört med de andra nordiska länderna vilket i någon mån skulle kunna försvaga stora investerares vilja att placera i First North Finland-bolag. Samtidigt leder reglering till en öppnare handel, vilket kan göra marknadsplatsen mera attraktiv som investeringsobjekt. I detta avseende bör man också beakta att särskilt inte de icke-professionella investerarna i Finland alltid nödvändigtvis uppfattar skillnaden mellan marknadsplatsen First North Finland och en reglerad marknad på grund av att First North Finland har vuxit. Sett till marknadsvärdet kan det finnas börsnoterade bolag på First North-marknadsplatserna som är större än bolag på den reglerade marknaden.

Det är svårt att bedöma det möjliga antalet flaggningsanmälningar exakt, eftersom det beror på många faktorer, såsom bolagets nuvarande ägarstruktur det vill säga hur samlad eller splittrad den är, värdepappersets likviditet, eventuella riktade aktieemissioner som ska genomföras i framtiden samt eventuellt den skyldighet att lämna erbjudande som föreslås i propositionen. Denna skyldighet kan inverka på om en aktieägare vill öka sin ägar- eller röstandel i bolaget. På grundval av de nuvarande¹³ First North Finland-bolagens ägar- och röstetalsstrukturer är det dock möjligt att göra något slags bedömning av hur stor den grupp av aktieägare som berörs av dessa skyldigheter är. I bedömningen bör man likväl komma ihåg att det är lika möjligt att en aktieägare vars ägar- och röstandel är exempelvis två procent i framtiden ökar sitt innehav eller sitt röstetal på så sätt att flaggningsgränser överskrids utan att aktieägare vars andel för närvarande är exempelvis 4,5 procent ökar sitt innehav eller sitt röstetal. Det är likaså möjligt att båda höjer sina andelar så att flaggningsgränserna överskrids för båda. Det är dock sannolikare att till exempel en passiv överskridning eller underskridning av gränsen inträffar lättare när ägar- eller röstandelen ligger närmare den lagstadgade flaggningsgränsen. Följaktligen kan det vara till nytta att närmare granska de ägar- och röstandelar som ligger nära flaggningsgränserna när man bedömer det potentiella antalet flaggningsanmälningar.

När man begränsar sig till de fem största aktieägarna¹⁴ är antalet potentiellt flaggningsskyldiga på marknadsplatsen First North Finland enligt de flaggningsgränser¹⁵ som för närvarande tillämpas på den reglerade marknaden som följer:

¹³ Läget 30.9.2023.

¹⁴ I antalen har man beaktat högst fem aktieägare i ett First North Finland-bolag vars ägar- och röstandelar finns i intervallet från den procentenhet som föregår den lagstadgade flaggningsgränsen till

	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	30 %	50 %
Antalet aktieägare som överskrider ¹⁶ flaggningsgränsen	34	4	6	4	0	0	0
Antalet aktieägare som underskrider flaggningsgränsen	20	14	7	2	1	0	0

Av bolagen bedöms 13 ha förvaltningsregistrerade aktier. Ägarna av de förvaltningsregistrerade aktierna framgår inte av bolagets offentliga aktieägarförteckning. Genom flaggningarna blir uppgifter om förvaltningsregistrerade innehav tillgängliga för investerarna och bolaget.

4.2.3 Konsekvenser för myndigheterna

Ändringarna i bestämmelserna om uppköpserbjudanden antas i någon mån öka Finansinspektionens arbetsmängd eftersom erbjudandehandlingarna förutsätter Finansinspektionens godkännande. Dessutom har Finansinspektionen möjlighet att påverka till exempel tidsfristen för uppgörande av erbjudande och erbjudandets giltighetstid. Finansinspektionen kan också bevilja undantag från skyldigheten att lämna erbjudande. Med beaktande av att antalet uppköpserbjudanden som hittills gjorts på marknadsplatsen First North Finland (fyra stycken) samt att uppköpserbjudandeprocessen är en enstaka och ganska sällsynt händelse, bedöms ökningen av Finansinspektionens arbetsmängd a priori bli förhållandevis liten. Emellertid kan arbetsmängden öka på grund av att det ofta uppkommer besvärliga tolkningsfrågor i samband med uppköpserbjudanden. Ökningen i resursbehovet på grund av detta kan uppskattas till cirka 0,5 årsverken.

De föreslagna ändringar som gäller agerande i samförstånd ökar i någon mån Finansinspektionens arbetsmängd på grund av att eventuella föreskrifter ska utfärdas och fler ansökningar om undantagstillstånd sannolikt ska behandlas. Den arbetsmängd som utarbetandet av föreskrifter medför bedöms dock bli obetydlig, eftersom det alltid är fråga om en uppdatering av engångsnatur av föreskriften. Huruvida föreskrifter ska utfärdas om bestämda frågor avgörs från fall till fall, och det är inte fråga om en regelbundet återkommande åtgärd.

den procentenhet som kommer efter flaggningsgränsen. I en del av bolagen har det funnits fler eller färre än fem sådana ägare.

¹⁵ I tabellen har flaggningsgränser över 50 procent inte beaktats, eftersom antalet flaggningsanmälningar som ska göras på grundval av sådana flaggningsgränser bedöms vara mycket litet. Antalet potentiella anmälare som kan underskrida flaggningsgränsen 2/3 bedöms vara en. Vad gäller flaggningsgränsen 90 procent bedöms de inte i nuläget finnas sådana som ska lämna anmälan.

¹⁶ Antalet aktieägare vars ägarandel var precis 5 procent var en. Följaktligen bedöms antalet aktieägare som kan nå eller överskrida 5-procentsgränsen vara 33.

Det växande antalet flaggningsmeddelanden ökar i någon mån Finansinspektionens arbetsmängd, vilket beror på ett större behov av övervakning av att flaggnings skyldigheten följs och den sannolika ökningen av de tolkningsfrågor som sammanhänger med flaggnings skyldigheten. Emellertid begränsas ökningen av Finansinspektionens arbetsmängd av att det föreskrivs att det är målbolagets skyldighet att publicera flaggningsmeddelandena.

Totalt bedöms de föreslagna ändringarna för Finansinspektionen innebära att det behövs ett resurstillskott på 0,8 årsverken.

5 Alternativa handlingsvägar

5.1 Handlingsalternativen och deras konsekvenser

5.1.1 Regleringen om uppköpserbudanden

Skyldighet att lämna erbjudande baserad på självreglering

Något som skulle kunna tala för att grunda skyldigheten att lämna erbjudanden på självreglering, dvs. på koden för uppköpserbudanden, är att multilaterala handelsplattformar är avsedda att vara mindre strängt reglerade marknadsplatser än reglerade marknader. Men när man beaktar den ökade betydelse som marknadsplatsen First North Finland har fått är det dock osannolikt att en skyldighet att lämna erbjudanden som grundar sig på självreglering kan ge tillräcklig förutsägbarhet och rättssäkerhet. I praktiken är det fråga om hur man kan säkerställa att en skyldighet att lämna erbjudanden som grundar sig på självreglering genomförs och verkställs. Den regel som med stöd av lagtolkning närmast kan bli aktuell är förbudet mot att förfara i strid med god värdepappersmarknadssed i 1 kap. 2 § i värdepappersmarknadslagen, eftersom Värdepappersmarknadsföreningens kod för uppköpserbudanden kan anses uttrycka god värdepappersmarknadssed. Det kan emellertid inte anses klart att underlåtenhet att följa den rekommenderade koden alltid strider mot god värdepappersmarknadssed.

Vid valet av regleringsalternativ ska särskild uppmärksamhet ägnas åt den skyddsfunktion som regleringen om uppköpserbudanden har. Syftet med bestämmelserna om uppköpserbudanden är att skydda minoritetsaktieägare, i synnerhet icke-professionella investerare, som kan ha begränsad kännedom om de regleringsmässiga skillnaderna mellan olika marknadsplatser. Dessutom kan det hända att investerarna förlitar sig på att rekommendationerna i en kod för uppköpserbudanden baserad på självreglering är mer bindande än de faktiskt är. För att investerarskyddet ska bli effektivt bör således bestämmelser om en skyldighet att lämna erbjudanden i förpliktande lagstiftning anses vara ett mera motiverat alternativ än självreglering.

För att påföljdssystemet i värdepappersmarknadslagen (15 kap. 2 § 1 mom. 5 punkten) ska kunna tillämpas krävs det dessutom bestämmelser på lagnivå om skyldigheten att lämna erbjudanden. Vidare blir skadeståndsbestämmelsen i 16 kap. 1 § tillämplig bara om förfarandet anses strida mot god värdepappersmarknadssed i enlighet med 1 kap. 2 § i värdepappersmarknadslagen.

Ingen reglering om skyldigheten att lämna erbjudanden införs

Ett argument för att inte införa reglering skulle kunna vara att en föreskriven skyldighet att lämna erbjudanden kan göra det mindre attraktivt att förvärva bestämmande inflytande i ett bolag. I vissa lägen kan den kompetens som en betydande aktieägare besitter komma alla aktieägare till godo. Samtidigt kan det med tanke på marknadens attraktionskraft och investerarskyddet anses vara motiverat att investerarna känner till förekomsten av en särskild

utträdesrättighet när bestämmande eller betydande inflytande koncentreras eller överförs. Dessutom bör det beaktas att det är fråga om en skyldighet att lämna minoritetsaktieägare erbjudande, men att det är aktieägaren som bestämmer om denne ska fortsätta i bolaget eller sälja sina aktier. En aktieägare som blir minoritetsaktieägare har med andra ord ingen lagstadgad skyldighet att sälja sina aktier eller värdepapper som berättigar till aktier, om inte budgivaren förvärvar den andel av målbolagets aktier och röster som avses i 18 kap. 1 § i aktiebolagslagen (624/2006). Värdepappersmarknadsföreningens arbetsgrupp ansåg att alternativet att låta bli att införa reglering är en icke önskvärd lösning på grund av First North Finland-marknadens ökade betydelse och aspekter som rör investerarskyddet.

Det kan dessutom vara problematiskt att låta frågan bero på frivillighet och eventuellt allt fler bestämmelser i bolagsordningar, eftersom det leder till att det mellan bolag som är föremål för handel på samma marknadsplats förekommer stor variation i fråga om skyldigheter gentemot aktieägarna. Investerarnas faktiska utredningsplikt när det gäller innehållet i bolagets skyldigheter gentemot aktieägarna skulle kunna öka de transaktionskostnader som är förknippade med bolag som är föremål för handel på en multilateral handelsplattform och därmed göra marknaden mindre attraktiv som investeringsobjekt. Dessutom är det i praktiken det emitterande bolagets styrelse som ska utöva tillsyn över att bolagsordningen följs, vilket ökar emittenternas administrativa börda. Vidare kan inte Finansinspektionen inom ramen för sin behörighet övervaka att bolagsordningarna följs och ålägga den som är skyldig att lämna erbjudande att fullgöra en skyldighet att lämna erbjudande som följer av en bestämmelse i bolagsordningen.

Dessutom kan det inte anses helt klart att bestämmelser i en bolagsordning som avviker från överlåtelsebegränsningarna enligt aktiebolagslagen, dvs. så kallade giftpiller, skulle vara acceptabla. Enligt 3 kap. 6 § i aktiebolagslagen kan rätten att avyttra och förvärva aktier i bolagsordningen begränsas endast i enlighet med 7 och 8 § i det kapitlet. Lagens 3 kap. 7 § gäller inlösenklausuler och dess 8 § samtyckesklausuler. Vidare får man enligt i 1 kap. 9 § andra meningen i aktiebolagslagen inte i bolagsordningen ta in föreskrifter som strider mot tvingande bestämmelser i aktiebolagslagen eller någon annan lag eller mot god sed. Högsta domstolen har i sitt avgörande HD 2005:122 tagit ställning till huruvida giftpiller är tillåtna och slagit fast att tillåtligheten av sådana bestämmelser måste bedömas från fall till fall. Således kan det inte anses klart att sådana bestämmelser alltid är förenliga med aktiebolagslagen. En lagfäst skyldighet att lämna erbjudande undanröjer behovet av att i bolagsordningen föreskriva om aktieägarnas inlösenkyldighet, och då kommer frågan inte att vara förenad med rättslig osäkerhet i fråga om huruvida bolagsordningen stämmer överens med aktiebolagslagen. Dessutom kan formuleringen av en bestämmelse i bolagsordningen annars vara avgörande för om en minoritetsaktieägare är skyldig att sälja sina aktier när inlösengränsen överskrids eller om minoritetsaktieägaren efter eget gottfinnande har möjlighet att förbli aktieägare i bolaget.

Fastställande av en gräns för skyldigheten att lämna erbjudande

Det är ändamålsenligt att fastställa en gräns för skyldigheten att lämna erbjudande på ett sådant sätt att lagen får avsedd effekt. I praktiken är det alltså fråga om en gräns för när bestämmande eller betydande inflytande koncentreras eller överförs. Enligt artikel 1.1 i direktivet om uppköpserbjudanden gäller direktivet endast reglerade marknader. Direktivet låter delvis medlemsstaterna själva bestämma var de lägger gränsen för skyldigheten att lämna erbjudanden. Enligt artikel 5.1 ska medlemsstaterna se till att en sådan person är förpliktigad att lämna ett erbjudande som till följd av eget förvärv eller förvärv genom personer som handlar i samförstånd med personen innehar värdepapper som direkt eller indirekt ger personen en bestämd andel av röstetalet i bolaget varigenom personen får kontroll över bolaget. Med kontroll avses 50 procent av rösterna för målbolagets värdepapper. Innan direktivet om

uppköpserbudanden genomfördes hade skyldigheten att lämna erbjudande i 6 kap. 2 § i 1989 års värdepappersmarknadslag och senare i dess 6 kap. 6 § fastställts till två tredjedelar av rösterna (RP 157/1988 rd, s. 52, och RP 318/1993 rd, s. 39).

I samband med att direktivet genomfördes valde Finland nationellt en alternativ gräns på 30 procent utöver gränsen på 50 procent för skyldigheten att lämna erbjudande. Gränsen på 30 procent för en sådan skyldighet kan anses följa internationella förebilder. Särskilt viktiga var Storbritanniens och Sveriges modeller (RP 6/2006 rd, s. 25). Med tanke på investerarna har en gräns på 30 procent ansetts markera en betydande koncentration eller övergång av inflytandet i ett börsbolag.

Eftersom direktivet om uppköpserbudanden inte gäller multilaterala handelsplattformar sker fastställandet av en gräns för skyldigheten att lämna erbjudande – och över huvud taget av en sådan skyldighet – helt efter nationella överväganden. Likheter mellan marknadsplatserna innebär emellertid att det kan anses logiskt och konsekvent att samma principer genomförs på samma sätt på dessa marknadsplatser. Det gäller främst principen att garantera investerarskyddet när bestämmande eller betydande inflytande koncentreras eller överförs. Med beaktande av att investerarna i Finland inte alltid nödvändigtvis uppfattar någon nämnvärd skillnad mellan en reglerad marknad och en multilateral handelsplattform kan det anses motiverat att gränsen för skyldigheten att lämna erbjudande läggs på samma nivå som den föreskrivna gränsen för reglerade marknader. Sålunda uppkommer en skyldighet att lämna erbjudande när en aktieägars andel av röstetalet för målbolagets aktier överstiger 30 eller 50 procent. En annorlunda lösning skulle kunna skapa förvirring bland investerarna.

Begränsning av skyldigheten att lämna erbjudande till tillväxtmarknader för små och medelstora företag

Det är möjligt att begränsa tillämpningsområdet för bestämmelserna om skyldigheten att lämna erbjudande på så sätt att de tillämpas endast på tillväxtmarknaden för små och medelstora företag, som är en särskild registrerad multilateral handelsplattform som definieras i direktivet om marknader för finansiella instrument. I Frankrike har man till exempel beslutat att tillämpa lagstiftning om uppköpserbudanden endast på tillväxtmarknaden för små och medelstora företag. Även i Sverige är de marknadsplatser där reglering om uppköpserbudanden baserad på självreglering för närvarande tillämpas multilaterala handelsplattformar som är registrerade som tillväxtmarknader för små och medelstora företag.

Marknadsplatsen First North Finland, som är den enda multilaterala handelsplattformen i Finland, är registrerad som tillväxtmarknad för små och medelstora företag. En avgränsning av regleringen om skyldigheten att lämna erbjudanden som innebär att den gäller bara tillväxtmarknader för små och medelstora företag skulle i Finland möjliggöra multilaterala handelsplattformar som regleringen inte tillämpas på. På sådana marknadsplatser ska man i framtiden vid frivilliga uppköpserbudanden iakta förfarandet i 11 kap. 27 § i värdepappersmarknadslagen på motsvarande sätt som för närvarande eller eventuellt med mera omfattande förfarandekrav. Sålunda skulle det kunna finnas marknadsplatser i Finland som möjliggör att ägandet koncentreras. Det ska dock beaktas att när värdepapper tas upp till multilateral handel blir de föremål för offentlig handel. Behovet av investerarskydd vid multilateral handel är följaktligen inte mindre än på tillväxtmarknader för små och medelstora företag, som är ett särskilt slag av multilateral handelsplattform. Ett sådant regleringssätt skulle också kunna leda till ett konkurrensläge på marknaden som missgynnar marknadsplatsoperatörer som driver multilaterala marknadsplatser. För närvarande görs det i 11 kap 27 § i värdepappersmarknadslagen, som tillämpas på frivilliga uppköpserbudanden, inte någon skillnad mellan en multilateral handelsplattform och en tillväxtmarknad för små och

medelstora företag. Investerarskyddssynpunkter och klarhets- och konsekvensaspekter av regleringen talar inte för att tillämpningsområdet för skyldigheten att lämna erbjudanden ska begränsas till tillväxtmarknader för små och medelstora företag.

Bestämmelser om särskilda undantag från skyldigheten att lämna erbjudande införs på lagnivå

Bestämmelser som ger Finansinspektionen möjlighet att på ansökan bevilja undantag från skyldigheten att lämna erbjudande finns i 11 kap. 26 § i värdepappersmarknadslagen. Undantag kan beviljas bara av särskilda skäl. I lagen är det möjligt att på ett riktgivande sätt ange situationer där undantag från skyldigheten att lämna erbjudande kan beviljas på en multilateral handelsplattform. I Frankrike föreskrivs det om särskilda undantag för MTF-företag i finansmarknadsmyndighetens, *L'Autorité des marchés financiers (AMF)*, allmänna föreskriftssamling. AMF kan bevilja undantag från skyldigheten att lämna erbjudande på en multilateral handelsplattform om överskridningen av gränsen för skyldigheten är en följd av en avgiftsbelagd emission av teckningsrätter eller en riktad emission.

Motsvarande särskilda undantag ska inte enligt förslaget införas i värdepappersmarknadslagen. Möjligheterna att bevilja undantag har i gällande 11 kap. 26 § i värdepappersmarknadslag inte begränsats på annat sätt än att det måste finnas särskilda skäl och att undantaget inte strider mot de allmänna bestämmelserna i 1 kap. 2–4 § i värdepappersmarknadslagen (förbudet mot att förfara i strid mot god värdepappersmarknadssed, förbudet mot att lämna osann eller vilseledande information och kravet att opartiskt tillhandahålla tillräcklig information), mot 11 kap. 7 och 8 § (kravet att bemöta investerarna opartiskt och skyldigheten att främja genomförande av uppköpserbjudanden) eller mot de allmänna principerna i artikel 3 i direktivet om uppköpserbjudanden. Dessutom får Finansinspektionen enligt bemyndigandet att utfärda föreskrifter i 11 kap. 31 § i värdepappersmarknadslagen utfärda närmare föreskrifter om grunderna för att bevilja undantag. Finansinspektionens behörighet att utfärda föreskrifter kan anses motsvara det regleringsförfarande som har använts i Frankrike i regleringen om särskilda undantag på multilaterala handelsplattformar.

5.1.2 Flaggningskyldighet

Inga regler om flaggningskyldighet införs

Flaggningskyldigheten grundar sig på artiklarna 9, 10 och 13.1 i öppenhetsdirektivet. Genom den säkerställs det att investerarna får information om koncentration av ägar- och röstandelar. Skyldigheten gäller enligt direktivet endast reglerade marknader. Med andra ord grundar sig en eventuell utvidgning av flaggningskyldigheten till att omfatta multilaterala handelsplattformar enbart på nationella överväganden.

Man vet att First North Finland-bolagen har börjat ta in bestämmelser om flaggningskyldighet i sina bolagsordningar.¹⁷ Den lagstadgade skyldigheten att offentliggöra flaggningsanmälningar omfattar inte en flaggningskyldighet som införts genom bolagsordningen. När flaggningskyldigheten grundar sig på en bestämmelse i bolagsordningen kan investerarnas utredningskostnader komma att öka och skillnader uppkomma i bolagens praxis på multilaterala handelsplattformar. Om inga flaggningsanmälningar görs försämras också investerarnas möjligheter att bedöma sannolikheten för uppköpserbjudanden, eftersom investerarna då inte

¹⁷ I juni 2023 hade 7 av 51 First North Finland-bolag bestämmelser om flaggningskyldighet och skyldighet att lämna erbjudande i bolagsordningen.

kan upptäcka en koncentration av betydande ägar- eller röstandelar tack vare en flaggningsanmälan. När regleringen om uppköpserbudanden enligt förslaget utsträcks till att gälla multilaterala handelsplattformar kan det anses motiverat att samtidigt genom bestämmelser om flaggning förbättra investerarnas möjligheter att upptäcka potentiella uppköpserbudanden. Avsaknaden av en flaggningsskyldighet ökar också risken för att ett innehav ökar utan att det märks i offentligheten (så kallad *creeping takeover*). Om det i sådana lägen inte är möjligt att i tid upptäcka uppköpserbudanden på marknaden, kan det ha en sänkande effekt på det erbjudna priset.

Begränsning av flaggningsskyldigheten

Flaggningsgränserna grundar sig på öppenhetsdirektivet. De gränsvärden för flaggningsanmälningar som följer av direktivet har genomförts i 9 kap. 5 § i värdepappersmarknadslagen i linje med direktivets gränsvärden. Eftersom direktivet inte innebär att flaggningsskyldighet måste införas för multilaterala handelsplattformar, bestämmer medlemsstaterna nationellt både om skyldigheten och även om gränserna för denna skyldighet när det gäller multilaterala handelsplattformar. Det innebär att gränsen kan sättas så att den bara gäller exempelvis när gränsen för skyldigheten att lämna erbjudande överskrids. Således skulle det gå att begränsa flaggningsskyldigheten på så sätt att den bara gäller situationer där en andel stiger till eller överskrider 30 eller 50 procent av målbolagets röstetal eller totala antal aktier. Investerarna får emellertid information om att gränsen där erbjudande måste lämnas har överskridits genom att den som är skyldig att lämna erbjudande måste offentliggöra att en skyldighet att lämna erbjudande har uppkommit. Dessutom bör det beaktas att sättet att beräkna när gränsen för skyldigheten att lämna erbjudande överskrids är ett annat än sättet att beräkna flaggningsgränserna 30 och 50 procent. Vid överskridande av gränsen för skyldigheten att lämna erbjudande beaktas inte de egna aktier som målbolaget innehar, medan dessa aktier räknas in i det totala antalet aktier i samband med flaggningsskyldigheten. I de bolag som innehar egna aktier nås därmed gränsen för offentliggörande av skyldigheten att lämna erbjudande på en lägre nivå än gränsen för flaggningsskyldigheten vid 30 eller 50 procent. En flaggningsskyldighet som enbart bygger på att gränsen för skyldigheten att lämna erbjudande överskrids skulle således inte ha något informationsvärde för investerarna.

Det skulle vara möjligt att föreskriva om flaggningsgränserna för multilaterala handelsplattformar på ett annat sätt än om flaggningsgränserna för reglerade marknader till exempel så att de lägsta flaggningsgränserna inte tillämpas på sådana marknadsplatser. I Belgien börjar till exempel flaggningsgränserna för multilaterala handelsplattformar vid femton procent medan den lägsta flaggningsgränsen för reglerade marknader är fem procent.

Med beaktande av att i synnerhet icke-professionella investerarna inte alltid nödvändigtvis uppfattar någon nämnvärd skillnad mellan marknadsplatsen First North Finland och en reglerad marknad måste det anses motiverat att samma lagbaserade gränser för flaggningsskyldighet tillämpas på marknaderna. En annorlunda lösning skulle kunna skapa förvirring bland investerarna. Av de yttranden som lämnats om propositionsutkastet framgår att en majoritet av de remissinstanser som tog ställning till gränserna för flaggningsanmälan stödde förslaget att man på multilaterala handelsplattformar i Finland ska tillämpa motsvarande flaggningsgränser som på reglerade marknader. Sålunda föreslås det att flaggningsskyldigheten för den multilaterala handelsplattformen ska börja vid 5 procent på motsvarande sätt som för reglerade marknader. De följande flaggningsgränserna ska likaså på motsvarande sätt som för reglerade marknader vara 10, 15, 20, 25, 30, 50 och 90 procent och två tredjedelar av det totala antalet röster eller aktier i målbolaget.

En skyldighet att offentliggöra flaggningsanmälningar införs

Enligt 9 kap. 10 § i värdepappersmarknadslagen ska ett målbolag när det har fått en flaggningsanmälan utan obefogat dröjsmål offentliggöra den information som ingår i anmälan. Bestämmelsen baserar sig på artikel 12.6 i öppenhetsdirektivet. Artikel 12.7 gör det emellertid möjligt att undanta ett målbolag från skyldigheten att offentliggöra informationen, om den behöriga myndigheten offentliggör underrättelsen efter att den mottagit informationen i underrättelsen.

Flaggningsanmälan lämnas till målbolaget och Finansinspektionen. För närvarande överför bolag på den reglerade marknaden de flaggningsanmälningar som de mottar till den lagringsenhet som tillhandahålls av den marknadsoperatör som driver den reglerade marknaden, det vill säga Nasdaq Helsinki Oy (RP 32/2012 rd, s. 135). Enligt värdepappersmarknadslagen ska emittenten lämna de flaggningsanmälningar som den får också till Finansinspektionen. Finansinspektionen anser emellertid att skyldigheten enligt lagen är uppfylld när emittenten överför informationen till lagringsenheten, där den är tillgänglig för Finansinspektionen.¹⁸

Om flaggningsanmälningarna i fortsättningen skulle lämnas direkt till exempelvis en lagringsenhet som upprätthålls av Finansinspektionen och Finansinspektionen skulle vara ålagd att offentliggöra dem, skulle Finansinspektionen sannolikt behöva ta ut något slags åtgärdsavgifter för detta. Avgifterna skulle i synnerhet sammanhålla med inrättandet och driften av lagringsenheten. Eftersom uppgiften att tillhandahålla lagringsenheten enligt förslaget inte ska ändras, föreslås inte heller några ändringar i målbolagets nuvarande skyldighet att offentliggöra anmälningarna. Således vilar skyldigheten att offentliggöra flaggningsanmälningar på bolagen på reglerade marknader och multilaterala handelsplattformar.

Skyldigheten att offentliggöra flaggningsanmälningarna skulle emellertid kunna lindras jämfört med nuläget. Enligt 9 kap. 10 § i värdepappersmarknadslagen ska ett målbolag när det får en flaggningsanmälan utan obefogat dröjsmål offentliggöra den information som ingår i anmälan. Artikel 12.6 i öppenhetsdirektivet möjliggör likväl att målbolaget offentliggör flaggningsanmälan senast tre handelsdagar efter att det mottagit underrättelsen. Att i en bestämmelse i värdepappersmarknadslagen föreskriva om den frist som öppenhetsdirektivet möjliggör skulle kunna förlänga den tid målbolaget har på sig för att offentliggöra en flaggningsanmälan och på så sätt minska målbolagets administrativa börda. Dock skulle ändringen försvaga investerarnas tillgång till aktuell information jämfört med nuläget.

Skyldigheten enligt öppenhetsdirektivet att offentliggöra flaggningsanmälningar gäller bolag på den reglerade marknaden och alltså inte bolag vars aktier är föremål för handel på en multilateral handelsplattform. Ingenting hindrar ändå att man nationellt antar den policy som öppenhetsdirektivet möjliggör i fråga om tidsfristen för offentliggörande av flaggningsanmälan också för bolag som är föremål för multilateral handel. Det skulle också vara möjligt att tillämpa en längre tidsfrist för offentliggörandet av flaggningsanmälningar på multilaterala handelsplattformar än på reglerade marknader.

Regleringen anses inte i sin nuvarande form vara oskälig för bolagen på den reglerade marknaden med hänsyn till den administrativa bördan. Om man föreskriver om en skyldighet för målbolaget att offentliggöra flaggningsanmälningar på multilaterala handelsplattformar,

¹⁸ <https://www.finanssivalvonta.fi/sv/finansiella-aktorer/Kapitalmarknaden/Emittenter-och-investerare/informationsskyldighet/>. Se avsnittet ”Offentliggörande och distribution av obligatorisk information”.

ökar den administrativa bördan för bolagen på en sådan marknadsplats en aning. Emellertid offentliggör sådana bolag redan nu information på marknaden, varför bolagen redan har tillgång till informationskanaler. Huruvida offentliggörandet av en uppgift ska ske utan obefogat dröjsmål eller inom tre handelsdagar bedöms inte ha stor inverkan på bolagets administrativa börda. En förlängning av tidsfristen kan likväl inverka på effektiviteten på marknaden, eftersom investerarna får tillgång till informationen senare. Därför föreslås det att målbolag på multilaterala handelsplattformar ska åläggas att offentliggöra flaggningsanmälningar på motsvarande sätt som på den reglerade marknaden. Således ska offentliggörandet såväl på den reglerade marknaden som på multilaterala handelsplattformar ske utan obefogat dröjsmål efter det att bolaget har mottagit en flaggningsanmälan.

5.2 Lagstiftning och andra handlingsmodeller i utlandet

5.2.1 Reglering om uppköpserbudanden

Sverige

I den svenska lagen om uppköpserbudanden på aktiemarknaden (*lag (2006:451) om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden*) föreskrivs det om de grundläggande principerna för förfarandet vid offentliga uppköpserbudanden avseende aktier i bolag som är föremål för handel på en reglerad marknad, om budplikt och om målbolagets rätt till försvarsåtgärder. Enligt den svenska värdepappersmarknadslagen (*lag (2007:528) om värdepappersmarknaden*) ska en marknadsplatsoperatör som driver en reglerad marknad dessutom ha regler för uppköpserbudanden som avser aktier i bolag som är föremål för handel på en reglerad marknad.

I Sverige regleras uppköpserbudanden och budplikt i fråga om företag som är föremål för handel på vissa multilaterala handelsplatser¹⁹ numera av *Aktiemarknadens Självregleringskommitté (ASK)*. Enligt ASK:s regler motsvarar förfarandet i stort sett förfarandet vid uppköpserbudanden på en reglerad marknad. Gränsen för skyldigheten att lämna erbjudande (budplikten) har i kapitel III i dessa regler fastställts så att den motsvarar den gräns för reglerade marknader som anges i den svenska lagen om uppköpserbudanden, det vill säga en röstandel på 30 procent.

Danmark

Den danska lagstiftningen om frivilliga och obligatoriska uppköpserbudanden tillämpas bara på reglerade marknader.

Frankrike

I Frankrike regleras det förfarande som ska tillämpas vid uppköpserbudanden av finansmarknadsmyndigheten *L'Autorité des marchés financiers (AMF)* genom dess allmänna föreskriftssamling²⁰. Förfarandet vid uppköpserbudanden på tillväxtmarknader för små och

¹⁹ Nasdaq First North Growth Market, Nordic SME and Spotlight Stock Market.

https://regelkommitten.se/takeover-regler/g%C3%A4llande-regler_23

²⁰ <https://www.amf-france.org/en/eli/fr/aai/amf/rg/20230730/notes>. För uppköpserbudanden på multilaterala handelsplattformar, se kapitel V.

medelstora företag ²¹ stämmer i stor utsträckning överens med förfarandet på reglerade marknader. Gränsen för skyldighet att lämna erbjudanden är likväl en ägar- eller röstandel på 50 procent i stället för den 30-procentsgräns som tillämpas på den reglerade marknaden. AMF kan bevilja undantag från skyldigheten att lämna uppköpserbjudande på en multilateral handelsplattform. Undantagen sammanhänger med situationer där överskridningen av gränsen för skyldigheten att lämna uppköpserbjudande är en följd av en avgiftsbelagd företrädesemission eller en riktad emission.

Tyskland

I Tyskland regleras frivilliga och obligatoriska uppköpserbjudanden i lagen om värdepappersförvärv och övertagande av företag (*Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*). Lagen tillämpas bara på reglerade marknader.

Förenade kungariket

Förenade kungarikets kod för uppköpserbjudanden (*UK Takeover Code*²²) tillämpas såväl på reglerade marknader som på multilaterala handelsplattformar. Begreppet multilateral handelsplattform i koden stämmer överens med vad som avses med multilateral handelsplattform i förordning (EU) 600/2014 om marknader för finansiella instrument²³. Gränsen för skyldigheten att lämna uppköpserbjudande är såväl för reglerade marknader som för multilateral handel 30 procent av det sammanlagda röstetalet för samtliga aktier i bolaget.

Belgien

I Belgien tillämpas lagstadgade krav på uppköpserbjudanden i multilateral handel. Gränsen för skyldigheten att lämna uppköpserbjudande är 50 i stället för den 30-procentsgräns som gäller på reglerade marknader.

Estland

I den estniska värdepappersmarknadslagen (*Väärtpaberituruseadus*) görs ingen skillnad mellan reglerade marknader och multilateral handel vad gäller tillämpningen av bestämmelserna om uppköpserbjudanden. Bestämmelserna om uppköpserbjudanden tillämpas på alla offentliga bolag registrerade i Estland vars aktier är föremål för handel på marknadsplatser i Estland. Skyldighet att lämna uppköpserbjudande har en person som har bestämmande inflytande i målbolaget.

²¹ Enligt artikel 235-1 i föreskriftssamlingen ska bestämmelserna om uppköpserbjudanden tillämpas på marknader som avses i artikel 524-21, det vill säga tillväxtmarknader för små och medelstora företag. En tillväxtmarknad för små och medelstora företag (*SME Growth Market*) är en särskild registrerad multilateral handelsplattform som definieras i direktivet om marknader för finansiella instrument. Marknadsplatsen First North Finland har också registrerats som en tillväxtmarknad för små och medelstora företag.

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

²³ Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 600/2014 av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av förordning (EU) nr 648/2012 Text av betydelse för EES.

5.2.2 Flaggningsregler

Sverige, Danmark och Island

I Sverige, Danmark och Island tillämpas inga flaggningsregler på marknadsplatsen First North.

Frankrike

I Frankrike anges de allmänna ramarna för anmälan om ägar- och röstandelar i artikel L233-7 i *Code de Commerce*. Enligt artikeln ska en person vars ägar- eller röstandel når, stiger över eller sjunker under 5, 10, 15 20, 25 eller 30 procent, 1/3, 50 procent, 2/3 eller 90 eller 95 procent av bolagets aktiekapital eller sammanlagda röstetal informera bolaget och finansmarknadsmyndigheten (*Autorité des marchés financiers, AMF*) om sin ägar- eller röstandel.

Enligt punkt II i artikeln kan finansmarknadsmyndigheten i sin allmänna föreskriftssamling bestämma att bara en del av flaggningsgränserna ska tillämpas när finansiella instrument är föremål för handel någon annanstans än på reglerade marknader. Enligt AMF:s föreskriftssamling är de gränsvärden för anmälan som tillämpas på tillväxtmarknader för små och medelstora företag²⁴ 50 och 90 procent. Gränsvärdena för flaggningsanmälningar är följaktligen klart mindre krävande än de som tillämpas på reglerade marknader. I praktiken har den lägsta flaggningsgränsen i Frankrike på motsvarande sätt som gränsen för skyldigheten att lämna uppköpserbjudande lagts vid 50 procent.

Tyskland

I Tyskland föreskrivs det om flaggningsskyldigheten i den tyska lagen om handel med värdepapper (*Wertpapierhandelsgesetz*). Flaggningsskyldighet tillämpas i Tyskland bara på reglerade marknader.

Förenade kungariket

I Förenade kungariket tillämpas flaggningsskyldighet på den multilaterala AIM-marknadsplatsen (*London Stock Exchange's Market for Small and Medium Size Growth Companies*) på grundval av AIM-reglerna²⁵. Enligt AIM-reglerna ska man på DTR-bolag tillämpa FCA:s (*The Financial Conduct Authority*) DTR-regelverk (*Disclosure Guidance and Transparency Rules sourcebook*)²⁶. I DTR-regelverket regleras aktieägarnas flaggningsskyldighet så att en aktieägare vars ägar- eller röstandel i det emitterande bolaget når, överskrider eller underskrider 3 procent måste informera emittenten om detta. Flaggningsskyldigheten gäller efter detta med en procentenhets intervaller. Enligt AIM-reglerna måste emittenten offentliggöra de flaggningsanmälningar som den tar emot. I praktiken är DTR-

²⁴ Enligt artikel 223-15-1 ska förfarandet tillämpas på marknader som avses i artikel 524-1, det vill säga tillväxtmarknader för små och medelstora företag. En tillväxtmarknad för små och medelstora företag (*SME Growth Market*) är en särskild registrerad multilateral handelsplattform som definieras i direktivet om marknader för finansiella instrument.

²⁵

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

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

bolag bolag som har sin hemort i Förenade kungariket. Enligt AIM-reglerna ska bolag på vilka DTR-reglerna inte tillämpas vidta skäligen åtgärder för att uppfylla skyldigheten att offentliggöra flaggningsanmälningar. För sådana fall rekommenderas det i AIM-reglerna att bestämmelser om flaggningsskyldighet tas in i bolagsordningen.

Belgien

Flaggningsskyldigheter tillämpas i Belgien på sådana multilaterala handelsplattformar som särskilt har fastställts genom kunglig förordning. För närvarande tillämpas flaggningsskyldigheter på marknadsplatsen *Euronext Growth*.²⁷ För multilaterala handelsplattformar är flaggningsskyldigheterna mindre krävande än på reglerade marknader. På reglerade marknader börjar flaggningsskyldigheten vid fem procent och skyldigheten gäller efter detta med fem procents intervaller. På de multilaterala marknader, där flaggningsskyldigheter gäller på grundval av en kunglig förordning, är gränsvärdena för flaggningsanmälningar 15, 25, 30, 50, 75 och 95 procent.

Estland

I Estland tillämpas flaggningsbestämmelser på såväl reglerade marknader som multilaterala handelsplattformar. Gränserna för flaggningsskyldigheten är de samma för båda marknadsplatserna, det vill säga 5, 10, 15, 20, 25 och 50 procent samt 1/3 och 2/3 av rösterna i det emitterande bolaget.

Polen

I Polen tillämpas flaggningsskyldigheter på såväl reglerade marknader som multilaterala handelsplattformar. Gränserna för flaggningsskyldigheten är de samma för båda marknadsplatserna, nämligen 5, 10, 15, 20, 25, 33, 33 1/3, 50, 75 och 90 procent av rösterna i målbolaget. Flaggningsbestämmelserna tillämpas emellertid inte på ett bolag på en multilateral handelsplattform om dess hemort inte är i Polen och de värdepapper som bolaget emitterat är föremål för handel på en multilateral handelsplattform utan emittentens medgivande. Den polska regleringen är ett exempel på reglering där bestämmelserna om flaggning för olika marknadsplatser har harmoniserats. I Polen tillämpas likväl inte några bestämmelser om uppköpserbjudanden på multilaterala handelsplattformar.

6 Remissvar

Allmänt om remissbehandlingen

Regeringens propositionsutkast var på remiss 8.8–18.9.2023. Yttrande begärdes av 22 specificerade instanser. Av dessa svarade 19. Det kom in sammanlagt 21 yttranden.

Svar på begäran om yttrande lämnades av Värdepappersmarknadsföreningen rf, Borenus Advokatbyrå Ab, Finlands Näringsliv, Finanssiala ry, Finansinspektionen, Helsingfors förvaltningsdomstol, Helsingfors universitet / Juridiska fakulteten, Centralhandelskammaren, Marko Peltonen, Nasdaq Helsinki Oy, Justitieministeriet, Pääomasijoittajat ry, Börsstiftelsen, Social- och hälsovårdsministeriet, Finlands Advokatförbund, Finlands Aktiesparare rf, Finlands

²⁷ Läget 20.9.2023.

Bank, Företagarna i Finland rf, Tammerfors universitet / Fakulteten för ledarskap och ekonomi, Arbets- och näringsministeriet och Avdelningen för ägarstyrning vid statsrådets kansli.

Följande instanser meddelade att de inte har något att yttra i frågan: Helsingfors förvaltningsdomstol, Social- och hälsovårdsministeriet, Finlands Bank och Avdelningen för ägarstyrning vid statsrådets kansli.

Begäran om yttrande, sammandrag av yttrandena och hela yttrandena finns till påseende i den offentliga tjänsten på adressen <https://valtioneuvosto.fi/sv/projekt> med identifieringskoden VM039:00/2023.

Utsträckande av förfarandebestämmelserna för uppköpserbudanden till multilaterala handelsplattformar

Samtliga remissinstanser utom en privatperson understödde förslaget att utsträcka förfarandebestämmelserna i 11 kap. i värdepappersmarknadslagen till att omfatta multilaterala handelsplattformar. I yttrandena framhölls marknadsplatsen First North Finlands ökade betydelse på den finska värdepappersmarknaden. Den nya regleringen skulle förbättra investerarskyddet, förtroendet för marknaden och marknadens funktion. Reglering på lagnivå ansågs motiverad med hänsyn till verkställbarheten, effektiviteten och förutsebarheten.

Remissinstanserna lyfte fram att det den senaste tiden har lämnats offentliga uppköpserbudanden avseende First North Finland-bolag. Enligt remissinstanserna ökar de föreslagna ändringarna inte målbolagens administrativa börda i någon betydande grad, eftersom uppköpserbudanden är händelser av engångskaraktär. Största delen av skyldigheterna påförs inte målbolaget utan budgivaren. Dessutom framhölls att alla investerare inte nödvändigtvis uppfattar skillnaden mellan en multilateral handelsplattform och en reglerad marknad. En del av de remissinstanser som understödde förslagen hänvisade i sina yttranden mera generellt till Värdepappersmarknadsförningens motiveringar i lagstiftningsinitiativet.

Utsträckning av skyldigheten att lämna uppköpserbudanden till multilaterala handelsplattformar

Utsträckningen av skyldigheten att lämna uppköpserbudanden till multilaterala handelsplattformar fick brett understöd. Motiveringarna är till stor del de samma som ovan har beskrivits i samband med förfarandebestämmelserna, det vill säga marknadsplatsen First North Finlands ökade betydelse, investerarskyddet och behovet av reglering på lagnivå.

Finlands Advokatförbund ifrågasatte i sitt yttrande om de argument som talar för och emot skyldigheten att lämna uppköpserbudanden har behandlats tillräckligt utförligt i propositionsutkastet. För en utsträckning av skyldigheten att lämna uppköpserbudanden till multilaterala handelsplattformar talar enligt förbundet att regleringen harmoniseras med regleringen för reglerade marknader samt att det i Sverige på motsvarande marknad och på en del andra multilaterala handelsplattformar tillämpas en skyldighet att lämna uppköpserbudanden när en andel på 30 procent av rösträtterna uppnås. Finlands Advokatförbund framhöll också att regleringen inte nämnvärt skulle öka bolagens administrativa börda.

Fakulteten för ledarskap och ekonomi vid Tammerfors universitet ansåg att det hade varit motiverat att i propositionsutkastet utförligare behandla vad som skulle vara en lämplig gräns för skyldigheten att lämna uppköpserbudanden på multilaterala handelsplattformar. Enligt universitetet hade det också bort utredas om First North Finland-bolagen har sådana behov av

tilläggsfinansiering som oftare än för bolag på en reglerad marknad leder till att gränsen för skyldigheten att lämna erbjudande överskrids. Universitetet ansåg likväl inte att den föreslagna regleringen när den träder i kraft kommer att ha någon betydande inverkan på de finländska multilaterala handelsplattformarnas allmänna attraktionskraft.

Tillämpning av finansministeriets förordning om erbjudandehandlingar på multilaterala handelsplattformar

Finansinspektionen påpekade i sitt yttrande att närmare bestämmelser om innehållet i och offentliggörande av erbjudandehandlingar och om undantag som kan beviljas i fråga om deras innehåll har utfärdats genom finansministeriets förordning 1022/2012. *Finansinspektionen* anser att det skulle vara motiverat att i propositionen klargöra att förordningen i fortsättningen ska tillämpas också på offentliga uppköpserbjudanden på multilaterala handelsplattformar.

Behoven att uppdatera förordningen behöver enligt *Finansinspektionen* också bedömas. Enligt 12 § om byteserbjudanden i förordningen ska det dessutom lämnas uppgifter som uppfyller kravet på innehåll i prospekt enligt 4 kap. 1 § i värdepappersmarknadslagen. Eftersom 4 kap. 1 mom. i lagen har upphävts, bör hänvisningen i förordningen gälla 3 kap. 1 §, där det numera föreskrivs om skyldigheten att offentliggöra prospekt och hänvisas till prospektförordningen. På byteserbjudanden kan det på grund av de bestämmelser som nämns ovan vara möjligt att tillämpa det prospektundantag som anges i artikel 1.4 f i prospektförordningen under förutsättning att det upprättats ett undantagsdokument i enlighet med kommissionens delegerade förordning (EU) 2021/528. *Finansinspektionen* lyfte i detta sammanhang fram att kraven på innehållet i undantagsdokumentet på grund av prospektregleringen kan vara mera omfattande till exempel när man som vederlag erbjuder aktier som är av samma slag som värdepapper som redan är föremål för handel på en multilateral handelsplattform jämfört med en situation där man som vederlag erbjuder aktier som är av samma slag som värdepapper som redan är föremål för handel på en reglerad marknad.

I propositionen beaktas de eventuella behov av ändringar i finansministeriets förordning 1022/2012 som *Finansinspektionen* har framfört. Hänvisningen till den upphävda 1 § i 4 kap. i värdepappersmarknadslagen är föråldrad, och hänvisningen bör gälla 3 kap. 1 § i lagen. Det är skäl att ändra förordningen på denna punkt samtidigt som det görs ändringar genom vilka utvidgningen av lagstiftningen om uppköpserbjudanden till multilaterala handelsplattformar beaktas. Det föreslås att en grundligare bedömning av övriga ändringsbehov görs först senare i samband med ett eventuellt genomförande av EU:s regleringspaket *Listing Act* ([U 106/2022 rd](#)). I detta sammanhang är det skäl att notera att det i kommissionens *Listing Act*-förslag föreslås att prospektundantag för reglerade marknader som avses i prospektförordningen och gäller emission av värdepapper som är av samma slag som värdepapper som redan är upptagna till handel ska utvidgas till tillväxtmarknader för små och medelstora företag (se [U 106/2022 rd](#), s. 4–5). Behandlingen av regleringspaketet pågår fortfarande i EU.

Agerande i samråd

Samtliga remissinstanser som uttryckligen tog ställning till det förslag som gör värdepappersmarknadslagens 11 kap. 5 § om agerande i samråd klarare understödde målen med förslaget. *Värdepappersmarknadsföreningen* *rf*, *Finansinspektionen* och *Centralhandelskammaren* föreslog dock en precisering enligt vilken bestämmelsen ska tillämpas endast i situationer där bolaget har gjort en anmälan enligt 9 kap. 8 a § om tillämpning av undantag eller av *Finansinspektionen* beviljats det undantag som avses i 9 kap 8 c 1 värdepappersmarknadslagen. Dessutom föreslogs i de aktuella yttrandena att det nuvarande 3

mom., som enligt förslaget blir 4 mom., utvidgas till att gälla hela 2 mom. för att Finansinspektionen från fall till fall ska kunna bevilja undantag även i andra situationer än de som avses i 9 kap. 8 a och 8 c § i värdepappersmarknadslagen. Finansinspektionen menade också att den fras ”i regel” som enligt förslaget i propositionsutkastet hade lagts till 11 kap. 5 § 2 mom. skulle göra regleringen mindre klar och skulle kunna leda till besvärliga tolkningssituationer. Enligt myndigheten bör ordalydelsen i momentet inte ändras.

Borenius Advokatbyrå Ab och *Finlands Advokatförbund* föreslog att det i bestämmelsen också ska tas hänsyn till situationer där man med tillämpliga lagar eller föreskrifter eller tillräckliga interna åtgärder har säkerställt att budgivaren inte kan inverka på handeln i sammanslutningar och stiftelser där den har bestämmande inflytande. Båda ansåg att det i lag bör föreskrivas om situationer där man i en juridisk person som är under bestämmande inflytande har tagit i bruk och verkställt tillräckliga och effektiva interna arrangemang och förfaranden för att säkerställa att en naturlig person som fattar eller har inflytande över handelsbeslut inte innehar information om ett eventuellt uppköpserbjudande. *Finlands Advokatförbund* föreslog att man skulle överväga om det är rationellt att koppla definitionen på att agera i samråd till anmälan om undantag från flaggningsskyldigheten.

I propositionen föreslås inte att det till värdepappersmarknadslagen ska läggas bestämmelser om att juridiska personer inte ska anses agera i samförstånd om de har infört och verkställt tillräckliga och effektiva interna arrangemang och förfaranden för att säkerställa att ingen som fattar handelsbeslut eller har inflytande över sådana innehar information om eventuella uppköpserbjudanden. Den föreslagna bestämmelsen skulle utvidga tillämpningsområdet för undantaget för mycket, eftersom den kategoriskt skulle omfatta alla situationer där en juridisk person genom egna interna åtgärder har försökt säkerställa att ingen som fattar handelsbeslut eller har inflytande över sådana innehar information om eventuella uppköpserbjudanden. Finansinspektionen skulle följaktligen inte ha tillgång till information om de aktörer som skulle tillämpa undantaget, vilket skulle göra dess tillsynsarbete avsevärt svårare. I dessa situationer skulle man emellertid hos Finansinspektionen kunna ansöka om undantag enligt 11 kap. 5 § 4 mom. i värdepappersmarknadslagen.

Till bestämmelsen i 11 kap. 5 § 2 mom. fogas enligt förslaget inte heller frasen ”i regel”, eftersom den i onödan skulle kunna öka oklarheterna i tolkningen av begreppet agerande i samförstånd. Det undantag från presumtionsbestämmelsen i 2 mom. som föreskrivs på lagnivå (det föreslagna 3 mom.) och utvidgningen av Finansinspektionens bedömning från fall till fall jämfört med nuläget (det föreslagna 4 mom.) kräver inte nödvändigtvis att frasen ”i regel” läggs till presumtionsbestämmelsen i 2 mom. Med stöd av 3 mom. kan man göra undantag från 3 punkten i presumtionsbestämmelsen i 2 mom. redan i dess nuvarande form även om momentet inte innehåller frasen ”i regel”.

Utsträckning av flaggningsskyldigheten till multilaterala handelsplattformar.

En utsträckning av bestämmelserna om anmälan av ägar- och röstandelar till att omfatta multilaterala handelsplattformar hade brett understöd bland remissinstanserna. I en del yttranden framfördes oro över att den föreslagna regleringen avviker från den nordiska linjen. Dessutom ansåg remissinstanserna att den administrativa börda som skyldigheten att offentliggöra flaggningsanmälningar innebär för målbolaget i ljuset av skrivningarna i regeringsprogrammet för statsminister Petteri Orpos regering bör avlyftas eller minimeras. Den administrativa bördan skulle kunna avlyftas genom att skyldigheten att offentliggöra flaggningsanmälningar åläggs Finansinspektionen. Bördan skulle kunna minimeras genom en förlängning av tidsfristen för offentliggörande av flaggningsanmälningar. Ändringarna bör enligt yttrandena likvärdigt gälla de bolag som är föremål för handel på reglerade marknader

och på multilaterala handelsplattformar. I dessa yttranden ansågs också att de förslag som gäller flaggningsregler bör bedömas senare i samband med det nationella genomförandet av EU:s förordning ESAP eller regleringspaket Listing Act.

I förslaget ingår inte att överföra uppgiften att offentliggöra flaggningsanmälningar från emittenterna till Finansinspektionen. Även om en sådan överföring enligt remissvaren skulle kunna minska emittenternas administrativa börda, bör det beaktas att ändringen sannolikt skulle leda till att kostnaderna tas ut på annat sätt. Flaggningsanmälan lämnas till målbolaget och Finansinspektionen. För närvarande överför bolag på den reglerade marknaden de flaggningsanmälningar som de mottar till den lagringsenhet som tillhandahålls av den marknadsoperatör som driver den reglerade marknaden, det vill säga Nasdaq Helsinki Oy (RP 32/2012 rd, s. 135). Dessutom ska emittenten enligt värdepappersmarknadslagen överföra de flaggningsanmälningar som den får till Finansinspektionen. Finansinspektionen anser emellertid att denna skyldighet är uppfylld när emittenten överför informationen till lagringsenheten, där den är tillgänglig för Finansinspektionen.²⁸ Om flaggningsanmälningarna i fortsättningen skulle lämnas direkt till exempelvis en lagringsenhet som upprätthålls av Finansinspektionen och Finansinspektionen skulle vara ålagd att offentliggöra dem, skulle Finansinspektionen sannolikt behöva ta ut något slags åtgärdsavgifter för detta. Avgifterna skulle sammanhålla med inrättandet och driften av lagringsenheten.

Att senarelägga bedömningen av hur behövliga flaggningsanmälningar är och hur de bör genomföras till ett eventuellt genomförande av ettdera lagstiftningspaketet ESAP eller Listing Act har inte ansetts motiverat, eftersom lagstiftningen om uppköpserbudanden då skulle tillämpas på MTF-marknader utan skyldighet att informera om betydande ägar- och röstandelar. I så fall skulle mekanismerna i regleringen om uppköpserbudanden inte fungera på ett ändamålsenligt sätt, eftersom investerarna inte skulle kunna upptäcka eventuella hotande uppköpserbudanden.

I yttrandena har det också föreslagits att emittentens administrativa börda ska minskas genom att man förlänger tidsfristen för offentliggörande av flaggningsanmälningar till tre handelsdagar så som öppenhetsdirektivet tillåter. För närvarande är målbolaget efter att ha fått en flaggningsanmälan skyldigt att offentliggöra informationen i anmälan utan obefogat dröjsmål. En förlängning av tidsfristen skulle oundvikligen göra informationen på marknaden mindre aktuell. Även om informationen inte skulle anses väsentlig med hänsyn till priset på ett finansiellt instrument på så sätt att det skulle vara fråga om insiderinformation, som emittenten enligt marknadsmissbruksförordningen (EU) 596/2014 ska offentliggöra så snart som möjligt efter att den uppkommit, kan förändringar i ett företags ägarbas ha ett betydande informationsvärde för investerarna. Med tanke på effektiviteten på marknaden är det inte motiverat att senarelägga den föreskrivna tidpunkten för offentliggörandet jämfört med gällande krav. Nuvarande praxis enligt vilken flaggningsanmälningar ska offentliggöras utan obefogat dröjsmål ska inte anses oskäligt ur emittenternas synvinkel. Att offentliggöra flaggningsanmälningar avviker inte från publiceing av olika slags meddelanden som börsnoterade bolag är skyldiga att offentliggöra. Att offentliggöra flaggningsanmälningar är inte heller en händelse som upprepas till den grad att det skulle medföra en betydande ökning av den administrativa bördan hos en MTF-emittent.

²⁸ <https://www.finanssivalvonta.fi/sv/finansiella-aktorer/Kapitalmarknaden/Emittenter-och-investerare/informationsskyldighet/> Se avsnittet ”Offentliggörande och distribution av obligatorisk information”.

Detaljerade anmärkningar om bestämmelser

I yttrandena ingick detaljerade anmärkningar om en del av de föreslagna bestämmelserna i propositionsutkastet. I 11 kap. i värdepappersmarknadslagen gällde anmärkningarna 2 § (tillämpning inom Europeiska ekonomiska samarbetsområdet), 10 § 1 mom. (förfarandet då information offentliggörs), 23 § 3 mom. (vederlag vid obligatoriskt uppköpserbudande), 24 § 2 mom. 1 punkten (vederlag vid frivilligt uppköpserbudande) och 29 § 2 mom. (tystnadsplikt). I fråga om 11 kap. 10 § 1 mom., 23 § 3 mom. och 24 § 2 mom. 1 punkten har propositionen till följd av anmärkningarna preciserats och ändrats så att bestämmelserna i kapitlet också ska tillämpas på multilaterala handelsplattformar. Enligt förslaget ska det föreskrivas om vederlag vid frivilligt uppköpserbudande på multilaterala handelsplattformar i en separat paragraf. Att föreskriva om vederlag vid frivilligt uppköpserbudande på multilaterala handelsplattformar i den nuvarande paragraf som tillämpas på reglerade marknader skulle kunna bli problematiskt med hänsyn till direktivet om uppköpserbudanden, eftersom direktivet kan tolkas så att det sätter gränser för på vilka marknadsplatser värdepapper som används som vederlag kan vara föremål för handel vid uppköpserbudanden på den reglerade marknaden.

I propositionen föreslås inga ändringar i 11 kap. 2 § eftersom det är fråga om en lagvalsbestämmelse grundad på direktivet om uppköpserbudanden vilken tillämpas endast på reglerade marknader. Enligt förslaget ändras inte heller i kapitlets 29 § 2 mom., eftersom det i momentet hänvisas till 28 § i kapitlet, som enligt förslaget inte ska tillämpas på målbolag vars aktier är föremål för handel på en multilateral handelsplattform.

Finansinspektionen ansåg dessutom att 9 kap. 1 § 2 mom. första meningen i värdepappersmarknadslagen bör uppdateras så att kapitlet också ska tillämpas på emittenter som är målbolag vars aktier på ansökan av eller med medgivande av en emittenten har tagits upp till handel på en multilateral handelsplattform och på deras aktieägare och jämförbara personer. Propositionen har ändrats på det sätt som Finansinspektionen har föreslagit.

Finansinspektionen ansåg också att det med hänsyn till klarheten och konsekvensen i lagstiftningen finns behov av att i värdepappersmarknadslagens 9 kap. 10 § (målbolags anmälningsskyldighet) beakta vad ”offentliggörande” innebär för bolag som är noterade på en multilateral handelsplattform. Finansinspektionen påpekade att ”offentliggörande” har definierats i 2 kap. 11 § i värdepappersmarknadslagen, och att det med termen avses att obligatorisk information görs tillgänglig för investerare, Finansinspektionen och respektive reglerade marknad enligt vad som föreskrivs i 10 kap. 3 och 4 §. Den gäller inte bolag som är noterade på en multilateral handelsplattform. Finansinspektionen påpekade också att lagstiftaren i 9 kap. 11 § 2 mom. i fråga om det språk som offentliggörandet skrivs på hänvisar till 10 kap. 4 § om språket i den obligatoriska informationen som inte tillämpas på bolag som är börsnoterade på en multilateral handelsplattform. Finansinspektionens synpunkter har beaktats i propositionen genom att bestämmelserna i 2 kap. 11 § och 9 kap. 11 § 2 mom. i värdepappersmarknadslagen har preciserats.

7 Specialmotivering

2 kap. Definition

8 §. Målbolag. Det föreslås att paragrafen ändras så att definitionen av målbolag också omfattar emittenter vars aktier på ansökan av emittenten eller med emittentens samtycke i Finland är föremål för handel på en multilateral handelsplattform. I paragrafen görs också en teknisk ändring i framställningssättet så att de definitioner på målbolag som tillämpas i 9 och 11 kap. placeras i egna punkter.

11 §. Offentliggörande. Det föreslås att definitionen på offentliggörande i paragrafen ändras så att den beaktar de föreslagna ändringarna i 9 kap. 10 § och 11 kap. 10 § i värdepappersmarknadslagen. Enligt bestämmelsen ska offentliggörande på en multilateral handelsplattform ske på det sätt som avses i 10 kap. 3 § 1 mom. i värdepappersmarknadslagen. Detta innebär att informationen inte behöver lämnas till den centrala lagringsenhet som avses i 10 kap. 3 § 2 mom. i värdepappersmarknadslagen. Inte heller de språkliga kraven i 20 kap. 4 § ska tillämpas vid offentliggörande av information på multilaterala handelsplattformar. Informationen ska i samband med att den offentliggörs lämnas till den marknadsplatsoperatör som ordnar den multilaterala handeln. Förfarandet motsvarar vad som i 10 kap 3 § 2 mom. i värdepappersmarknadslagen föreskrivs om att lämna information till den marknadsoperatör som driver den reglerade marknaden.

9 kap. **Anmälan om betydande ägar- och röstandelar**

1 §. Tillämpningsområde. Det föreslås att paragrafen ändras så att tillämpningsområdet för anmälan och offentliggörande av betydande ägar- och röstandelar också omfattar emittenter vars aktier på ansökan av emittenten eller med emittentens samtycke i Finland är föremål för handel på en multilateral handelsplattform.

3 §. Målbolag. Det föreslås att paragrafen ändras så att definitionen av målbolag också omfattar emittenter vars aktier på ansökan av emittenten eller med emittentens samtycke i Finland är föremål för handel på en multilateral handelsplattform.

11 §. Språket i flaggningsanmälningar och vid offentliggörande. Det föreslås att ordalydelsen i 2 mom. ändras så att det blir klart att språkravet i momentet även i fortsättningen gäller endast målbolag vars aktier är föremål för handel på en reglerad marknad. Språkravet i bestämmelsen tillämpas sålunda inte på målbolag vars aktier i Finland är föremål för handel på en multilateral handelsplattform.

11 kap. **Offentliga uppköpserbjudanden och skyldighet att lämna erbjudande**

1 §. Allmänt tillämpningsområde. Det föreslås att 1 och 2 mom. ändras så att kapitlet i fortsättningen ska tillämpas också på emittenter vars aktier på ansökan av emittenten eller med emittentens samtycke i Finland är föremål för handel på en multilateral handelsplattform. Enligt förslaget ska 3 mom. upphävas eftersom där hänvisas till 27 §, som föreslås bli upphävd.

5 §. Personer som agerar i samråd. Det föreslås ett nytt 3 mom. Enligt detta ska sådana personer inte anses agera i samråd som avses i 2 mom. 1 punkten och på vilka 9 kap. 8 a eller 8 c § i värdepappersmarknadslagen tillämpas. Tillämpningen av det nya momentet förutsätter att det företag som avses i 9 kap. 8 a § har lämnat Finansinspektionen en anmälan enligt 8 a § 3 mom. och, när det är fråga om ett företag som avses i 8 c §, att företaget har beviljats tillstånd att tillämpa undantag enligt 8 c §. Till följd av att ett nytt 3 mom. införs blir det nuvarande 3 mom. i stället 4 mom. Det nya 4 mom. ska enligt förslaget utsträckas till att gälla hela 2 mom. Således ska Finansinspektionen framöver kunna bevilja undantag som avses i momentet inte bara för personer som avses i 2 mom. 3 punkten utan också till personer som avses i 2 mom. 1 och 2 punkten.

10 §. Förfarandet då information offentliggörs. Förslaget innebär att 1 mom. ändras så att förfarandena för offentliggörande och tillgänglighållande av information på en multilateral handelsplattform så långt det är möjligt motsvarar offentliggörande och tillgänglighållande av information om uppköpserbjudanden på en reglerad marknad. Därför föreslås ett tillägg om att en emittent vars aktier är föremål för handel på en multilateral handelsplattform, på ansökan av

emittenten eller med emittentens samtycke, ska offentliggöra information och hålla informationen tillgänglig i enlighet med 10 kap. 3 § 1 mom. och 10 kap. 5 § 1 mom.

11 §. Erbjudandehandling. Det föreslås att 1 mom. ändras så att bestämmelsen också gäller offentliggörande av erbjudandehandlingar på en multilateral handelsplattform när målbolagets aktier på ansökan av emittenten eller med emittentens samtycke är föremål för handel på en sådan plattform.

19 §. Obligatoriskt uppköpserbjudande. Paragrafen om obligatoriskt uppköpserbjudande ska enligt förslaget ändras så att skyldigheten att lämna erbjudande också tillämpas på aktieägare vars röstandel ökar så att den överskrider gränsen för skyldigheten att lämna erbjudande, om aktierna på ansökan av emittenten eller med emittentens samtycke har tagits upp till handel på en multilateral handelsplattform.

23 §. Vederlag vid obligatoriskt uppköpserbjudande. Det föreslås att 3 mom. ändras så att principerna för hur ett skäligt pris på aktier och värdepapper som berättigar till aktier ska fastställas vid ett obligatoriskt uppköpserbjudande som gäller innehav i ett bolag vars aktier på ansökan av emittenten eller med emittentens samtycke är föremål för handel på en multilateral handelsplattform.

24 §. Vederlag vid frivilligt uppköpserbjudande på en reglerad marknad. Till följd av att en ny 24 a § läggs till föreslås att paragrafens rubrik ändras. I paragrafen föreskrivs det om vederlag vid frivilligt uppköpserbjudande på en reglerad marknad.

24 a §. Vederlag vid frivilligt uppköpserbjudande på en multilateral handelsplattform. Paragrafen är ny, men till sitt innehåll motsvarar den vad som föreskrivs om vederlag vid frivilligt uppköpserbjudande på en reglerad marknad.

27 §. Offentligt uppköpserbjudande på en multilateral handelsplattform. Paragrafen föreslås bli upphävd eftersom hela kapitlet om offentliga uppköpserbjudanden och skyldigheten att lämna erbjudanden i enlighet med den föreslagna ändringen av bestämmelsen om tillämpningsområdet i 1 § i samma kapitel i fortsättningen också ska tillämpas på offentliga uppköpserbjudanden på multilaterala handelsplattformar.

31 §. Finansinspektionens behörighet att utfärda föreskrifter. Det föreslås att 1 mom. ändras så att Finansinspektionens behörighet att utfärda föreskrifter utsträcks också till de grunder på vilka personer som avses i 5 § inte anses agera i samråd.

15 kap. Administrativa påföljder

2 §. Påföljdsavgift. Det föreslås att 1 mom. 5 punkten ändras så att hänvisningen till 11 kap. 27 §, som föreslås bli upphävd, tas bort och en hänvisning till den nya 11 kap. 24 a § läggs till.

8 Bestämmelser på lägre nivå än lag

I 11 kap. 30 § 1 och 2 mom. i värdepappersmarknadslagen finns bemyndiganden för finansministeriet att utfärda förordningar. Med stöd av momentet har finansministeriet utfärdat finansministeriets förordning om innehållet i och offentliggörande av erbjudandehandlingar och om undantag som kan beviljas i fråga om deras innehåll samt om ömsesidigt erkännande av erbjudandehandlingar som godkänts inom Europeiska ekonomiska samarbetsområdet (1022/2012).

De föreslagna ändringarna i värdepappersmarknadslagen förutsätter ändringar i denna förordning av finansministeriet så att den utöver uppköpserbudanden som lämnas på reglerade marknader också beaktar uppköpserbudanden där målbolaget är en emittent vars aktier på ansökan av emittenten eller med emittentens samtycke har tagits upp till handel på en multilateral handelsplattform. Till de delar det i 7 § 9 punkten, 8 § 1 mom. 4 punkten och 9 § 5 punkten i gällande förordning talas om reglerade marknader ska de också tillämpas på multilaterala handelsplattformar.

9 Ikraftträdande

Det föreslås att lagen träder i kraft den 1 mars 2024. Bestämmelserna ska dock inte tillämpas på uppköpserbudanden som offentliggjorts innan lagen trätt i kraft och där den som lämnat erbjudandet offentligt erbjudit sig att köpa aktier eller värdepapper som berättigar till aktier som på ansökan av emittenten eller med emittentens samtycke har tagits upp till handel på en multilateral handelsplattform. På sådana uppköpserbudanden tillämpas de bestämmelser som gäller när lagen träder i kraft.

Den föreslagna övergångsperioden på tre månader innebär att aktieägarnas skyldighet enligt 11 kap. 19 § att lämna ett offentligt uppköpserbudande träder i kraft den 1 juni 2024 till den del skyldigheten gäller emittenter vars aktier på ansökan av emittenten eller med emittentens samtycke har tagits upp till handel på en multilateral handelsplattform. Härvid beaktas inte sådan överskridning av gränsen för skyldigheten att lämna erbjudande som skett före ikraftträdandet. En aktieägare vars andel av röstetalet för samtliga aktier i ett målbolag när 11 kap. 19 § träder i kraft är över 30 procent har ingen på paragrafen grundad skyldighet att lämna ett offentligt uppköpserbudande innan röstandelen växer till över 50 procent av röstetalet för samtliga aktier i målbolaget.

Vad gäller den flaggningskyldighet som tillämpas på multilaterala handelsplattformar föreskrivs det om en övergångsperiod på två månader. Följaktligen ska en aktieägare i ett målbolag vars aktier i Finland på ansökan av emittenten eller med emittentens samtycke är föremål för handel på en multilateral handelsplattform, om dess ägar- eller röstandel i bolaget innan lagen träder i kraft eller efter ikraftträdandet har nått, överskridit eller underskridit en flaggningsgräns som anges i 9 kap. 5 §, inom två månader efter lagens ikraftträdande underrätta målbolaget och Finansinspektionen om sin andel av målbolagets röstetal eller aktier. Därefter ska aktieägaren underrätta målbolaget och Finansinspektionen om sin andel av det sammanlagda antalet röster eller aktier i bolaget alltid när ägarandelen når, överskrider eller underskrider någon av de flaggningsgränser som anges i 9 kap. 5 §.

10 Förhållande till grundlagen samt lagstiftningsordning

Egendomsskyddet

Skyldigheten att lämna erbjudande är en betydande förmögenhetsrättslig fråga för budgivaren, och därför har förslaget samband med egendomsskyddet enligt 15 § i Finlands grundlag (731/1999). Grundlagsutskottet har tagit ställning till aktieägarnas egendomsskydd i sitt utlåtande GrUU 1/2003 rd, som gäller begränsning av utövandet av de aktierättigheter som aktier med multipelt röstetal medför. I utlåtandet ansåg grundlagsutskottet att det inte är helt riskfritt att äga aktier i börslistade bolag. Man har enligt utskottet skäl att räkna med legislativa förändringar i verksamhet av detta slag som bygger på ett juridisktekniskt instrument typ aktie. Dessutom slog grundlagsutskottet fast att det generellt sett är motiverat att försöka främja en fungerande värdepappersmarknad. Detta har indirekta gynnsamma effekter för aktieägarna i alla aktiebolag och deras förmögenhet. Dessutom stärker en fungerande marknad aktieägandet som

investeringsform. Regleringens acceptabilitet var i sista hand också den knuten till det egendomsskydd som grundlagen tillförsäkrar alla. På så sätt tillmätte grundlagsutskottet också skyddet av minoritetsaktieägarnas rättigheter av förmögenhetsvärde betydelse. Grundlagsutskottet fäste dessutom vikt vid att den föreslagna ändringen inte retroaktivt skulle ha gällt aktieägarnas juridiska ställning.

De nu föreslagna bestämmelserna förbättrar skyddet för minoritetsaktieägare vid frivilliga uppköpserbjudanden och i situationer där erbjudanden måste lämnas. Men skyldigheten att lämna erbjudanden kommer bara att gälla framtida situationer där gränsen för skyldigheten att lämna erbjudande överskrids och då först tre månader efter det att lagen trätt i kraft. Med andra ord har varje aktieägare möjlighet att anpassa sig till de ändrade reglerna och dimensionera sin ägarandel så att överskridningen av gränsen för skyldigheten inte kommer som en överraskning. Den föreslagna regleringen om uppköpserbjudanden kommer således inte att inverka retroaktivt på aktieägarnas juridiska ställning.

Enligt förslaget föreskrivs det om flaggningsskyldigheten vid multilateral handel på så sätt att aktieägaren inom två månader efter lagens ikraftträdande ska informera målbolaget och Finansinspektionen när dess ägar- eller röstandel nått, överskridit eller underskridit någon av de flaggningsgränser som anges i 9 kap. 5 § i värdepappersmarknadslagen. Flaggningsskyldigheten har eventuellt retroaktiva effekter eftersom en sådan anmälan om en ägar- eller röstandel också gäller en andel som förvärvats innan lagen trädde i kraft. Man får emellertid anse att en anmälan om ägar- eller röstandelen inte hör till kärnområdet för egendomsskyddet. Ägar- och röstandelarnas offentlighet har snarare betydelse med tanke på skyddet för privatlivet och personuppgifternas offentlighet. Eftersom ägar- och röstandelarna ändå är offentliga på reglerade marknader kan man anse att det att de blir offentliga på multilaterala handelsplattformar inte är oproportionerligt med hänsyn till de syften – öppenhet på marknaden och en tillförlitlig prisbildning för värdepapper – som eftersträvas med lagen.

Rättssäkerhet

I förslagen kan man också se kopplingar till 21 § i grundlagen. När det införs bestämmelser i lag om offentliga uppköpserbjudanden på en multilateral handelsplattform säkerställs det att erbjudandeärendet behandlas av en myndighet. Detta har betydelse särskilt med tanke på skyldigheten att lämna erbjudande, som är en betydande förmögenhetsrättslig fråga för den budpliktige. När hela 11 kap. i värdepappersmarknadslagen tillämpas på uppköpserbjudanden säkerställs det att den som är skyldig att lämna erbjudande exempelvis i enlighet med 26 § i det kapitlet har rätt att hos Finansinspektionen ansöka om undantag från skyldigheten att lämna erbjudande. Dessutom säkerställs att det går att söka ändring i Finansinspektionens beslut.

Administrativa påföljder

De befogenheter för Finansinspektionen att med stöd av 15 kap. 2 § i värdepappersmarknadslagen påföra en påföljdsavgift enligt 40 § 1 mom. i lagen om Finansinspektionen (878/2008) för överträdelse av bestämmelser i 9 och 11 kap. i värdepappersmarknadslagen som ingår i lagförslaget är inte nya till sin karaktär. Bestämmelserna har, med undantag av vissa ändringar i flaggningsbestämmelserna som gjordes 2015, bedömts av grundlagsutskottet i samband med den totala omarbetningen av värdepappersmarknadslagen (GrUU 17/2012 rd). Genom de ändringar i flaggningsbestämmelserna som infördes 2015 genomfördes krav som föranleddes av en ändring

av öppenhetsdirektivet (direktiv 2013/50/EU)²⁹ bland annat genom att flaggningsskyldigheten utsträcktes till att omfatta vissa finansiella instrument som ger rätt att förvärva aktier eller leder till motsvarande ekonomiska ställning. Ändringarna har inte ansetts innebära någon ändring eller utvidgning av de grundläggande syftena med flaggningsanmälningarna (RP 11/2015 rd, s. 51).

Genom förslaget utvidgas den grupp av personer som omfattas av de nuvarande påföljdsbefogenheterna. Redan nu har påföljdsavgift kunnat påföras den som lämnar ett uppköpserbjudande på en multilateral handelsplattform och som bryter mot 11 kap. 27 § i värdepappersmarknadslagen. I bestämmelsen beaktas kravet på opartiskt bemötande, som motsvarar kravet i 11 kap. 7 § i värdepappersmarknadslagen (RP 32/2012 rd, s. 152). På uppköpserbjudanden tillämpas på multilaterala handelsplattformar på motsvarande sätt som på reglerade marknader vad som i 11 kap. 24 § 1 och 3 mom. i värdepappersmarknadslagen föreskrivs om vederlag vid uppköpserbjudande och vad som i 25 § i samma kapitel föreskrivs om förvärv under och efter erbjudandetiden. Likväl är skyldigheten att ge information om ett erbjudande vid multilateral handel i sin nuvarande form friare och lättare än den är på reglerade marknader (jfr VPML 11 kap. 11 §). Erbjudandet förutsätter inte heller Finansinspektionens godkännande (jfr VPML 11 kap. 11 §).

I fortsättningen ska påföljdsavgift kunna påföras vid överträdelse av bestämmelserna om uppköpserbjudande på multilaterala handelsplattformar i samma utsträckning som enligt gällande lag i fråga om reglerade marknader. Påföljdsavgift kan bli följden vid överträdelse av kravet på opartiskt bemötande (VPML 11 kap. 7 §), skyldigheten att främja genomförande av uppköpserbjudanden (VPML 11 kap. 8 §), offentliggörande av och information om uppköpserbjudanden (VPML 11 kap. 9 §), förfarandet då information offentliggörs (VPML 11 kap. 10 §), paragrafen om erbjudandehandling (VPML 11 kap. 11 §), paragrafen om målbolagets yttrande (VPML 11 kap. 13 §), paragrafen om ärenden som överförs till bolagsstämman för avgörande (VPML 11 kap. 14 §), paragrafen om bindande godkännande av uppköpserbjudande o (VPML 11 kap. 16 §), paragrafen om konkurrerande erbjudande (VPML 11 kap. 17 §), skyldigheten att offentliggöra resultatet av ett uppköpserbjudande (VPML 11 kap. 18 §), skyldigheten att lämna erbjudande (VPML kap. 19 §), kravet att offentliggöra uppkomsten av en skyldighet att lämna erbjudande (VPML 11 kap. 22 §), paragrafen om vederlag vid obligatoriskt uppköpserbjudande (VPML 11 kap. 23 §), paragrafen om vederlag vid frivilligt uppköpserbjudande (den föreslagna VPML 11 kap. 24 a §) och bestämmelserna om förvärv under och efter erbjudandetiden (VPML 11 kap. 25 §).

I samband med den totala omarbetningen av värdepappersmarknadslagen ansågs att överträdelse av de bestämmelser som räknats upp är ägnad att äventyra ett adekvat genomförande av offentliga uppköpserbjudanden och skyldigheten att lämna erbjudanden samt aktieägarnas intressen. Överträdelse av bestämmelserna är huvudsakligen straffbar som informationsbrott som gäller värdepappersmarknaden enligt 51 kap. 5 § i strafflagen. Dessutom är offentliga uppköpserbjudanden transaktioner av engångsnatur vars värde vanligen uppgår till

²⁹ Europaparlamentets och rådets direktiv 2013/50/EU av den 22 oktober 2013 om ändring av Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/109/EG om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad, av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/71/EG om de prospekt som skall offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel och av kommissionens direktiv 2007/14/EG om tillämpningsföreskrifter för vissa bestämmelser i direktiv 2004/109/EG (Text av betydelse för EES)

hundratals miljoner euro och där det är synnerligen svårt att mäta brottsvinningen. Av dessa skäl har det ansetts nödvändigt att införa en bestämmelse som gör det möjligt att tillräckligt snabbt påföra en tillräckligt sträng administrativ påföljd (RP 32/2012 rd, s. 169). Även om uppköpserbudandets värde i multilateral handel inte alltid är riktigt lika stort som på reglerade marknader, är det vid dessa transaktioner likväl fråga om betydande intressen med förmögenhetsvärde.

För dem som verkar på multilaterala handelsplattformar är de påföljder som eventuellt blir följden vid överträdelse av flaggningsbestämmelser helt nya. När den lagstiftning som gäller uppköpserbudanden och flaggningsskyldighet enligt förslaget utsträcks till att gälla multilaterala handelsplattformar i motsvarande omfattning som reglerade marknader, är det likväl med tanke på bestämmelsernas styreffekt och verkställbarhet motiverat att utsträcka tillämpningsområdet för de administrativa påföljder som påförs för överträdelse av bestämmelserna på motsvarande sätt. Genom påföljdsbestämmelserna tryggas förtroendet för marknaden och marknadens effektivitet. En fungerande värdepappersmarknad har ansetts ha en indirekt inverkan egendomsskyddet för investerare (GrUU 1/2003 rd), varför administrativa påföljder också kan anses ha till syfte att värna det egendomsskydd som grundlagen tillförsäkrar alla.

De eventuella skillnader mellan reglerade marknader och multilaterala handelsplattformar, som kan inverka på beloppet av en proportionell påföljdsavgift, kan beaktas i enlighet med 41 § i lagen om Finansinspektionen. Enligt bestämmelsen ska påföljdsavgiftens belopp baseras på en samlad bedömning. I beslut om påföljdsavgift kan man söka ändring (18 kap. 1 § i VPML), vilket tryggar rättssäkerheten enligt 21 § i grundlagen.

Bemyndigande att utfärda förordningar och föreskrifter

Enligt 11 kap 31 § 1 mom. i gällande värdepappersmarknadslag får Finansinspektionen utfärda föreskrifter om de grunder på vilka personer som avses i 5 § anses agera i samråd. Grundlagsutskottet har ansett bemyndigandet att utfärda föreskrifter godtagbart med beaktande av den delegering av lagstiftningsbehörighet som avses i 80 § i grundlagen (GrUU 17/2012 rd).

I propositionen föreslås att bemyndigandet att utfärda föreskrifter idet aktuella momentet utvidgas så att Finansinspektionen får utfärda föreskrifter också om de grunder på vilka personer som avses i 5 § inte anses agera i samråd. Utvidgandet av bemyndigandet anses inte ändra bemyndigandets omfattning i betydande grad. Syftet med bemyndigandet är att utfärda närmare föreskrifter om när personer ska anses agera i samråd. Föreskrifterna har ansetts trygga marknadsaktörernas rättssäkerhet (RP 32/2012 rd, s. 156). Utvidgningen av bemyndigandet att utfärda föreskrifter har på samma sätt till syfte att exaktare bestämma tillämpningsområdet för definitionen på personer som agerar i samråd genom att avgränsa definitionen så att situationer där tillämpning av definitionen inte kan anses stå i samklang med bestämmelsens syfte inte omfattas av definitionen.

I 11 kap. 30 § 1 och 2 mom. i gällande värdepappersmarknadslag ingår bemyndiganden för finansministeriet att utfärda förordningar. Bestämmelserna är i sin nuvarande form förenliga med 80 § i grundlagen (GrUU 17/2012 rd). Inga ändringar i bemyndigandena föreslås.

Finansministeriet har med stöd av bemyndigandena utfärdat finansministeriets förordning om innehållet i och offentliggörande av erbjudandehandlingar och om undantag som kan beviljas i fråga om deras innehåll samt om ömsesidigt erkännande av erbjudandehandlingar som godkänts inom Europeiska ekonomiska samarbetsområdet (1022/2012). De föreslagna ändringarna i tillämpningsområdet för 11 kap. i värdepappersmarknadslagen kräver att finansministeriets

förordning preciseras så att vissa bestämmelser i fortsättningen utöver uppköpserbudanden på reglerade marknader också tillämpas på uppköpserbudanden där målbolaget är en emittent vars aktier på ansökan av emittenten eller med emittentens samtycke har tagits upp till handel på en multilateral handelsplattform. Preciseringarna i förordningen är av teknisk karaktär, och de är en följd av den föreslagna utvidgningen av tillämpningsområdet för 11 kap. i värdepappersmarknadslagen. De föreslagna ändringarna ska därför anses omfattas av bemyndigandet att utfärda förordning i 11 kap. 30 § 1 och 2 mom. i värdepappersmarknadslagen.

På de grunder som anges ovan bedöms det att lagförslagen kan godkännas i vanlig lagstiftningsordning.

Kläm

Med stöd av vad som anförts ovan föreläggs riksdagen följande lagförslag:

Lag

om ändring av värdepappersmarknadslagen

I enlighet med riksdagens beslut
upphävs i värdepappersmarknadslagen (746/2012) 11 kap. 1 § 3 mom. och 27 §,
ändras 2 kap. 8 och 11 §, 9 kap. 1 och 3 § samt 11 § 2 mom., 11 kap. 1 §, 5 § 3 mom., 10 § 1 mom., 11 § 1 mom., 19 §, 23 § 3 mom., rubriken för 24 § och 31 § 1 mom. och 15 kap. 2 § 1 mom. 5 punkten, av dem 9 kap. 1 § 2 mom. sådant det lyder i lag 1278/2015 och 15 kap. 2 § 1 mom. 5 punkten sådan den lyder i lag 511/2019, och
fogas till 11 kap. 5 §, sådan den lyder delvis ändrad i lag 519/2016, ett nytt 3 mom., varvid det ändrade 3 mom. blir 4 mom., och till 11 kap. en ny 24 a § som följer:

2 kap.

Definitioner

8 §

Målbolag

Med *målbolag* avses

1) i 9 kap. emittenter enligt öppenhetsdirektivet samt sådana emittenter vars aktier på ansökan av emittenten eller med emittentens samtycke i Finland är föremål för handel på en multilateral handelsplattform, och

2) i 11 kap. emittenter av värdepapper som är föremål för offentliga uppköpserbjudanden enligt 1 § i det kapitlet.

11 §

Offentliggörande

Med *offentliggörande* avses i denna lag att obligatorisk information görs tillgänglig för investerare, Finansinspektionen och respektive reglerade marknad eller multilateral handelsplattform. Om emittentens värdepapper är föremål för handel på en reglerad marknad, ska den obligatoriska informationen offentliggöras enligt vad som föreskrivs i 10 kap. 3 och 4 §. Om emittentens värdepapper är föremål för handel på en multilateral handelsplattform, ska informationen offentliggöras enligt vad som föreskrivs i 3 § 1 mom. i det kapitlet och göras tillgänglig för den marknadsplatsoperatör som ordnar den multilaterala handeln.

9 kap.

Anmälan om betydande ägar- och röstandelar

1 §

Tillämpningsområde

I detta kapitel föreskrivs det om anmälan om och offentliggörande av betydande ägar- och röstandelar när det är fråga om emittenter vars aktier är föremål för handel på en reglerad marknad eller på ansökan av emittenten eller med emittentens samtycke är föremål för handel på en multilateral handelsplattform i Finland.

Detta kapitel ska tillämpas på börsbolag som är målbolag och på emittenter som är målbolag och vars aktier på ansökan av emittenten eller med emittentens samtycke är föremål för handel i Finland på en multilateral handelsplattform och på målbolagens aktieägare och personer som jämföras med aktieägare. Detta kapitel ska tillämpas också på andra emittenter vars hemstat för den regelbundna informationsskyldigheten är Finland enligt 7 kap. 3 a § 1 mom. och på deras aktieägare och personer som jämföras med aktieägare.

3 §

Målbolag

Med *målbolag* avses i detta kapitel börsbolag, emittenter vars aktier på ansökan av emittenten eller med emittentens samtycke är föremål för handel i Finland på en multilateral handelsplattform samt andra emittenter enligt 1 § 2 mom. vars aktier är föremål för handel på en reglerad marknad och i fråga om vilka ägar- och röstandelar ska anmälas och offentliggöras i enlighet med detta kapitel.

11 §

Språket i flaggningsanmälningar och vid offentliggörande

På språket vid offentliggörande av en flaggningsanmälan för ett målbolag vars aktier är föremål för handel på en reglerad marknad tillämpas 10 kap. 4 §.

11 kap.

Offentliga uppköpserbjudanden och skyldighet att lämna erbjudanden

1 §

Allmänt tillämpningsområde

Detta kapitel ska tillämpas när någon frivilligt (*frivilligt uppköpserbjudande*) eller förpliktad enligt 19 § (*obligatoriskt uppköpserbjudande*) offentligt erbjuder sig att köpa aktier som är föremål för handel i Finland på en reglerad marknad eller på ansökan av emittenten eller med emittentens samtycke på en multilateral handelsplattform.

Detta kapitel ska tillämpas också på erbjudanden som avser andra värdepapper som berättigar till aktier, om

1) aktierna är föremål för handel i Finland på en reglerad marknad eller på ansökan av emittenten eller med emittentens samtycke på en multilateral handelsplattform och emittenten av de värdepapper som berättigar till sådana aktier är densamma som aktieemittenten, eller

2) de värdepapper som berättigar till aktier är föremål för handel i Finland på en reglerad marknad eller på ansökan av emittenten eller med emittentens samtycke på en multilateral handelsplattform och emittenten är densamma som aktieemittenten.

5 §

Personer som agerar i samråd

Personer som avses i 2 mom. 1 punkten ska emellertid inte anses agera i samråd, om 9 kap. 8 a eller 8 c § tillämpas på dem.

Finansinspektionen kan på ansökan av särskilda skäl besluta att personer som avses i 2 mom. inte ska betraktas som personer som agerar i samråd.

10 §

Förfarandet då information offentliggörs

Om målbolagets aktier är föremål för handel på en reglerad marknad ska det vid offentliggörande av information som avses i detta kapitel, med undantag för offentliggörande av handlingar som gäller ett uppköpserbjudande, iakttas vad som i 10 kap. föreskrivs om förfaranden, meddelanden och tillgänglighållande. Om målbolagets aktier på ansökan av emittenten eller med emittentens samtycke är föremål för handel på en multilateral handelsplattform ska informationen offentliggöras och hållas tillgänglig i enlighet med 3 § 1 mom. och 5 § 1 mom. i det kapitlet. Budgivaren och den som är skyldig att lämna ett offentligt uppköpserbjudande ska dessutom delge målbolaget den information som ska offentliggöras. Målbolaget ska delge budgivaren den information som ska offentliggöras.

11 §

Erbjudandehandling

Innan ett uppköpserbjudande träder i kraft ska budgivaren offentliggöra och under den tid erbjudandet gäller ge allmänheten tillgång till en erbjudandehandling med sådan väsentlig och tillräcklig information som krävs för att erbjudandets förmånlighet ska kunna bedömas samt överlämna erbjudandehandlingen till målbolaget och till den berörda operatör som ordnar handel på en reglerad marknad eller på en multilateral handelsplattform om målbolagets aktier är föremål för handel på en sådan plattform på ansökan av emittenten eller med emittentens samtycke.

19 §

Obligatoriskt uppköpserbjudande

En aktieägare vars röstandel ökar till över 30 procent eller till över 50 procent av det röstetal som målbolagets aktier medför (*gräns för skyldigheten att lämna erbjudande*) efter det att målbolagets aktier har tagits upp till handel på en reglerad marknad eller på ansökan av emittenten eller med emittentens samtycke på en multilateral handelsplattform (*den som är skyldig att lämna erbjudande*) ska lämna ett offentligt uppköpserbjudande på alla andra aktier som målbolaget har emitterat samt på de värdepapper som målbolaget har emitterat och som berättigar till aktier.

23 §

Vederlag vid obligatoriskt uppköpserbjudande

Om den som är skyldig att lämna erbjudande eller den som till denne står i ett sådant förhållande som avses i 5 § inte under de senaste sex månaderna före uppkomsten av skyldigheten att lämna erbjudande har förvärvat sådana värdepapper som erbjudandet avser, ska som utgångspunkt för bestämmandet av ett skäligt pris betraktas det med antalet avslut vägda genomsnittspris som vid handel på en reglerad marknad har betalats för de värdepapper som erbjudandet avser under de tre senaste månaderna före uppkomsten av skyldigheten att lämna erbjudande. Detsamma gäller handel på en multilateral handelsplattform om skyldigheten att lämna erbjudande gäller emittentens aktier eller till aktier berättigande värdepapper som på ansökan av emittenten eller med emittentens samtycke är föremål för handel. Detta pris kan frångås av särskilda skäl.

24 §

Vederlag vid frivilligt uppköpserbjudande på en reglerad marknad

24 a §

Vederlag vid frivilligt uppköpserbjudande på en multilateral handelsplattform

Vederlag kan vid frivilligt uppköpserbjudande betalas i form av kontanter, värdepapper eller en kombination av dessa. Budgivaren kan när det är fråga om ett frivilligt uppköpserbjudande fritt besluta om vederlaget, om inte något annat följer av 2 och 3 mom. eller 7 §.

Kontant vederlag ska erbjudas åtminstone som ett alternativ, om ett frivilligt uppköpserbjudande lämnas på alla aktier som målbolaget har emitterat och på de värdepapper som målbolaget har emitterat och som berättigar till dess aktier och om

1) de värdepapper som erbjuds som vederlag inte är föremål för handel på en multilateral handelsplattform på ansökan av emittenten eller med emittentens samtycke och om det inte heller i samband med uppköpserbjudandet lämnas in någon ansökan om att de ska tas upp till sådan handel, eller

2) budgivaren eller den som till denne står i ett sådant förhållande som avses i 5 § mot kontant vederlag har förvärvat eller ska förvärva sådana värdepapper i målbolaget som berättigar till minst fem procent av röstetalet i målbolaget, under en tidsperiod som börjar sex månader innan uppköpserbjudandet offentliggörs och upphör när erbjudandets giltighetstid löper ut.

Om ett frivilligt uppköpserbjudande lämnas på alla aktier som målbolaget har emitterat och de värdepapper som målbolaget har emitterat och som berättigar till dess aktier, ska som utgångspunkt när vederlaget bestäms betraktas det högsta pris som den som har lämnat uppköpserbjudandet eller den som till denne står i ett sådant förhållande som avses i 5 § under de senaste sex månaderna före offentliggörandet av erbjudandet har betalat för de värdepapper som erbjudandet avser. Detta pris kan frångås av särskilda skäl. På sådana erbjudanden tillämpas 23 § 4 mom. om överlämnande av uppgifter till Finansinspektionen.

31 §

Finansinspektionens behörighet att utfärda föreskrifter

Finansinspektionen får utfärda närmare föreskrifter om de grunder på vilka personer som avses i 5 § anses eller inte anses agera i samråd, om grunderna för avtal och andra arrangemang som avses i 20 § 1 mom. 4 punkten och om grunderna för att bevilja undantag enligt 26 §.

15 kap.

Administrativa påföljder

2 §

Påföljdsavgift

Påföljdsavgift påförs för försummelse eller överträdelse av följande bestämmelser som avses i 40 § 1 mom. i lagen om Finansinspektionen:

5) bestämmelserna om offentligt uppköpserbudande och skyldighet att lämna erbjudande i 11 kap. 7—11, 13, 14, 16—19 och 22—24, 24 a och 25 §,

Denna lag träder i kraft den 20 .

På uppköpserbudanden som offentliggjorts innan lagen trädde i kraft och där budgivaren offentligt erbjuder sig att köpa aktier som på ansökan av emittenten har tagits upp till handel på en multilateral handelsplattform eller värdepapper som berättigar till sådana aktier tillämpas de bestämmelser som gällde vid ikraftträdandet.

Den skyldighet som aktieägarna har enligt 11 kap. 19 § att lämna offentligt uppköpserbudande träder i kraft den X YYY 2024 till den del skyldigheten gäller emittenter vars aktier är föremål för handel på en multilateral handelsplattform på ansökan av emittenten eller med emittentens samtycke. Då beaktas inte sådan överskridning av gränsen för skyldigheten att lämna erbjudande som skett före skyldighetens ikraftträdande. En aktieägare vars röstandel av det röstetal som målbolagets aktier medför är över 30 procent när skyldigheten träder i kraft är inte skyldig att i enlighet med 11 kap. 19 § lämna ett offentligt uppköpserbudande förrän aktieägarens röstandel ökar till över 50 procent av det röstetal som målbolagets aktier medför.

En aktieägare vars ägar- och röstandel före lagens ikraftträdande eller därefter har uppnått, överskridit eller underskridit den i 9 kap. 5 § i den lag som ändras genom denna lag angivna flaggningsgränsen i ett målbolag vars aktier är föremål för handel i Finland på en multilateral handelsplattform på ansökan av emittenten eller med emittentens samtycke ska inom två månader efter det att denna lag trätt i kraft till målbolaget och Finansinspektionen anmäla sin andel av röstetalet eller totalantalet aktier i målbolaget, och därefter alltid när aktieägarens ägar- eller röstandel uppnår, överskrider eller underskrider den flaggningsgräns som anges i nämnda 9 kap. 5 §.

Helsingfors den 15 februari 2024

Statsminister

Petteri Orpo

Näringsminister Wille Rydman

Lag

om ändring av värdepappersmarknadslagen

I enlighet med riksdagens beslut
upphävs i värdepappersmarknadslagen (746/2012) 11 kap. 1 § 3 mom. och 27 §,
ändras 2 kap. 8 och 11 §, 9 kap. 1 och 3 § samt 11 § 2 mom., 11 kap. 1 §, 5 § 3 mom., 10 § 1 mom., 11 § 1 mom., 19 §, 23 § 3 mom., rubriken för 24 § och 31 § 1 mom. och 15 kap. 2 § 1 mom. 5 punkten, av dem 9 kap. 1 § 2 mom. sådant det lyder i lag 1278/2015 och 15 kap. 2 § 1 mom. 5 punkten sådan den lyder i lag 511/2019, och
fogas till 11 kap. 5 §, sådan den lyder delvis ändrad i lag 519/2016, ett nytt 3 mom., varvid det ändrade 3 mom. blir 4 mom., och till 11 kap. en ny 24 a § som följer:

Gällande lydelse

2 kap

Definitioner

8 §

Målbolag

Med *målbolag* avses i 9 kap. emittenter enligt öppenhetsdirektivet och i 11 kap. emittenter av värdepapper som är föremål för offentliga uppköpserbjudanden enligt 1 § i det kapitlet.

11 §

Offentliggörande

Med *offentliggörande* avses i denna lag att obligatorisk information görs tillgänglig för investerare, Finansinspektionen och respektive reglerade marknad enligt vad som föreskrivs i 10 kap. 3 och 4 §.

Föreslagen lydelse

2 kap.

Definitioner

8 §

Målbolag

Med *målbolag* avses
1) i 9 kap. emittenter enligt öppenhetsdirektivet *samt sådana emittenter vars aktier på ansökan av emittenten eller med emittentens samtycke i Finland är föremål för handel på en multilateral handelsplatsform, och*
2) i 11 kap. emittenter av värdepapper som är föremål för offentliga uppköpserbjudanden enligt 1 § i det kapitlet.

11 §

Offentliggörande

Med *offentliggörande* avses i denna lag att obligatorisk information görs tillgänglig för investerare, Finansinspektionen och respektive reglerade marknad *eller multilateral handelsplattform. Om emittentens värdepapper är föremål för handel på en reglerad marknad, ska den obligatoriska informationen offentliggöras enligt vad som föreskrivs i 10 kap. 3 och 4 §.*

Gällande lydelse

9 kap

Anmälan om betydande ägar- och röstandelar

1 §

Tillämpningsområde

I detta kapitel föreskrivs det om anmälan om och offentliggörande av betydande ägar- och röstandelar när det är fråga om emittenter vars aktier är föremål för handel på en reglerad marknad.

Detta kapitel ska tillämpas på börsbolag som är målbolag och på deras aktieägare och personer som jämföras med aktieägare. Detta kapitel ska tillämpas också på andra emittenter vars hemstat för den regelbundna informationsskyldigheten är Finland enligt 7 kap. 3 a § 1 mom. och på deras aktieägare och personer som jämföras med aktieägare.

3 §

Målbolag

Med *målbolag* avses i detta kapitel börsbolag och andra emittenter enligt 1 § 2 mom. vars aktier är föremål för handel på en reglerad marknad och i fråga om vilka ägar- och röstandelar ska anmälas och offentliggöras i enlighet med detta kapitel.

Föreslagen lydelse

Om emittentens värdepapper är föremål för handel på en multilateral handelsplattform, ska informationen offentliggöras enligt vad som föreskrivs i 3 § 1 mom. i det kapitlet och göras tillgänglig för den marknadsplatsoperatör som ordnar den multilaterala handeln.

9 kap.

Anmälan om betydande ägar- och röstandelar

1 §

Tillämpningsområde

I detta kapitel föreskrivs det om anmälan om och offentliggörande av betydande ägar- och röstandelar när det är fråga om emittenter vars aktier är föremål för handel på en reglerad marknad *eller på ansökan av emittenten eller med emittentens samtycke är föremål för handel på en multilateral handelsplattform i Finland.*

Detta kapitel ska tillämpas på börsbolag som är målbolag och *på emittenter som är målbolag och vars aktier på ansökan av emittenten eller med emittentens samtycke är föremål för handel i Finland på en multilateral handelsplattform och på målbolagens* aktieägare och personer som jämföras med aktieägare. Detta kapitel ska tillämpas också på andra emittenter vars hemstat för den regelbundna informationsskyldigheten är Finland enligt 7 kap. 3 a § 1 mom. och på deras aktieägare och personer som jämföras med aktieägare.

3 §

Målbolag

Med *målbolag* avses i detta kapitel börsbolag, *emittenter vars aktier på ansökan av emittenten eller med emittentens samtycke är föremål för handel i Finland på en multilateral handelsplattform samt* andra emittenter enligt 1 § 2 mom. vars aktier är föremål för handel på en reglerad marknad

Gällande lydelse

11 §

Språket i flaggningsanmälningar och vid offentliggörande

När ett målbolag offentliggör en flaggningsanmälan ska det tillämpa 10 kap. 4 § i fråga om språket.

11 kap

Offentliga uppköpserbjudanden och skyldighet att lämna erbjudanden

1 §

Allmänt tillämpningsområde

Detta kapitel ska, *med undantag för 27 §*, tillämpas när någon frivilligt (*frivilligt uppköpserbjudande*) eller förpliktad enligt 19 § (*obligatoriskt uppköpserbjudande*) offentligt erbjuder sig att köpa aktier som är föremål för handel på en reglerad marknad i Finland.

Detta kapitel ska, *med undantag för 27 §*, tillämpas också på erbjudanden som avser andra värdepapper som berättigar till aktier, om

1) aktierna är föremål för handel på en reglerad marknad i Finland och emittenten av de värdepapper som berättigar till sådana aktier är densamma som aktieemittenten, eller

2) de värdepapper som berättigar till aktier är föremål för handel på en reglerad marknad i Finland och emittenten är densamma som aktieemittenten.

Föreslagen lydelse

och i fråga om vilka ägar- och röstandelar ska anmälas och offentliggöras i enlighet med detta kapitel.

11 §

Språket i flaggningsanmälningar och vid offentliggörande

På språket vid offentliggörande av en flaggningsanmälan för ett målbolag vars aktier är föremål för handel på en reglerad marknad tillämpas 10 kap. 4 §.

11 kap.

Offentliga uppköpserbjudanden och skyldighet att lämna erbjudanden

1 §

Allmänt tillämpningsområde

Detta kapitel ska tillämpas när någon frivilligt (*frivilligt uppköpserbjudande*) eller förpliktad enligt 19 § (*obligatoriskt uppköpserbjudande*) offentligt erbjuder sig att köpa aktier som är föremål för handel i Finland på en reglerad marknad *eller på ansökan av emittenten eller med emittentens samtycke på en multilateral handelsplattform*.

Detta kapitel ska tillämpas också på erbjudanden som avser andra värdepapper som berättigar till aktier, om

1) aktierna är föremål för handel i Finland på en reglerad marknad *eller på ansökan av emittenten eller med emittentens samtycke på en multilateral handelsplattform* och emittenten av de värdepapper som berättigar till sådana aktier är densamma som aktieemittenten, eller

2) de värdepapper som berättigar till aktier är föremål för handel i Finland på en reglerad marknad *eller på ansökan av emittenten eller med emittentens samtycke på en multilateral handelsplattform* och emittenten är densamma som aktieemittenten.

Gällande lydelse

Om inte något annat följer av 1 eller 2 mom. ska 27 § tillämpas när någon offentligt erbjuder sig att köpa aktier som på ansökan av emittenten är föremål för handel på en multilateral handelsplattform i Finland.

5 §

Personer som agerar i samråd

Finansinspektionen kan på ansökan av särskilda skäl besluta att personer som avses i 2 mom. 3 punkten inte ska betraktas som personer som agerar i samråd.

10 §

Förfarandet då information offentliggörs

Vid offentliggörande av information som avses i detta kapitel ska, med undantag för offentliggörande av handlingar som gäller ett uppköpserbudande, iakttas vad som i 10 kap. föreskrivs om förfaranden, meddelanden och tillgänglighållande. Budgivaren och den som är skyldig att lämna ett offentligt uppköpserbudande ska dessutom delge målbolaget den information som ska offentliggöras. Målbolaget ska delge budgivaren den information som ska offentliggöras.

11 §

Erbjudandehandling

Föreslagen lydelse

(3 mom. upphävs)

5 §

Personer som agerar i samråd

Personer som avses i 2 mom. 1 punkten ska emellertid inte anses agera i samråd, om 9 kap. 8 a eller 8 c § tillämpas på dem.

Finansinspektionen kan på ansökan av särskilda skäl besluta att personer som avses i 2 mom. inte ska betraktas som personer som agerar i samråd.

10 §

Förfarandet då information offentliggörs

Om målbolagets aktier är föremål för handel på en reglerad marknad ska det vid offentliggörande av information som avses i detta kapitel, med undantag för offentliggörande av handlingar som gäller ett uppköpserbudande, iakttas vad som i 10 kap. föreskrivs om förfaranden, meddelanden och tillgänglighållande. Om målbolagets aktier på ansökan av emittenten eller med emittentens samtycke är föremål för handel på en multilateral handelsplattform ska informationen offentliggöras och hållas tillgänglig i enlighet med 3 § 1 mom. och 5 § 1 mom. i det kapitlet. Budgivaren och den som är skyldig att lämna ett offentligt uppköpserbudande ska dessutom delge målbolaget den information som ska offentliggöras. Målbolaget ska delge budgivaren den information som ska offentliggöras.

11 §

Erbjudandehandling

Gällande lydelse

Innan ett uppköpserbjudande träder i kraft ska budgivaren offentliggöra och under den tid erbjudandet gäller ge allmänheten tillgång till en erbjudandehandling med sådan väsentlig och tillräcklig information som krävs för att erbjudandets förmånlighet ska kunna bedömas samt överlämna erbjudandehandlingen till målbolaget och till den berörda operatör som ordnar handel på en reglerad marknad.

19 §

Obligatoriskt uppköpserbjudande

En aktieägare vars röstandel ökar till över 30 procent eller till över 50 procent av det röstetal som målbolagets aktier medför (*gräns för skyldigheten att lämna erbjudande*) efter det att målbolagets aktier har tagits upp till handel på en reglerad marknad (*den som är skyldig att lämna erbjudande*) ska lämna ett offentligt uppköpserbjudande på alla andra aktier som målbolaget har emitterat samt på de värdepapper som målbolaget har emitterat och som berättigar till aktier.

23 §

Vederlag vid obligatoriskt uppköpserbjudande

Om den som är skyldig att lämna erbjudande eller den som till denne står i ett sådant förhållande som avses i 5 § inte under de senaste sex månaderna före uppkomsten av skyldigheten att lämna erbjudande har förvärvat sådana värdepapper som erbjudandet avser, ska som utgångspunkt för bestämmandet av ett skäligt pris betraktas det med antalet avslut vägda genomsnittspris som vid handel på en reglerad marknad under de

Föreslagen lydelse

Innan ett uppköpserbjudande träder i kraft ska budgivaren offentliggöra och under den tid erbjudandet gäller ge allmänheten tillgång till en erbjudandehandling med sådan väsentlig och tillräcklig information som krävs för att erbjudandets förmånlighet ska kunna bedömas samt överlämna erbjudandehandlingen till målbolaget och till den berörda operatör som ordnar handel på en reglerad marknad *eller på en multilateral handelsplattform om målbolagets aktier är föremål för handel på en sådan plattform på ansökan av emittenten eller med emittentens samtycke.*

19 §

Obligatoriskt uppköpserbjudande

En aktieägare vars röstandel ökar till över 30 procent eller till över 50 procent av det röstetal som målbolagets aktier medför (*gräns för skyldigheten att lämna erbjudande*) efter det att målbolagets aktier har tagits upp till handel på en reglerad marknad *eller på ansökan av emittenten eller med emittentens samtycke på en multilateral handelsplattform* (*den som är skyldig att lämna erbjudande*) ska lämna ett offentligt uppköpserbjudande på alla andra aktier som målbolaget har emitterat samt på de värdepapper som målbolaget har emitterat och som berättigar till aktier.

23 §

Vederlag vid obligatoriskt uppköpserbjudande

Om den som är skyldig att lämna erbjudande eller den som till denne står i ett sådant förhållande som avses i 5 § inte under de senaste sex månaderna före uppkomsten av skyldigheten att lämna erbjudande har förvärvat sådana värdepapper som erbjudandet avser, ska som utgångspunkt för bestämmandet av ett skäligt pris betraktas det med antalet avslut vägda genomsnittspris som vid handel på en reglerad marknad *har*

Gällande lydelse

tre senaste månaderna före uppkomsten av skyldigheten att lämna erbjudande har betalats för de värdepapper som erbjudandet avser. Detta pris kan frångås av särskilda skäl.

24 §

Vederlag vid frivilligt uppköpserbjudande

Föreslagen lydelse

betalats för de värdepapper som erbjudandet avser under de tre senaste månaderna före uppkomsten av skyldigheten att lämna erbjudande. Detsamma gäller handel på en multilateral handelsplattform om skyldigheten att lämna erbjudande gäller emittentens aktier eller till aktier berättigande värdepapper som på ansökan av emittenten eller med emittentens samtycke är föremål för handel. Detta pris kan frångås av särskilda skäl.

24 §

Vederlag vid frivilligt uppköpserbjudande på en reglerad marknad

24 a §

Vederlag vid frivilligt uppköpserbjudande på en multilateral handelsplattform

Vederlag kan vid frivilligt uppköpserbjudande betalas i form av kontanter, värdepapper eller en kombination av dessa. Budgivaren kan när det är fråga om ett frivilligt uppköpserbjudande fritt besluta om vederlaget, om inte något annat följer av 2 och 3 mom. eller 7 §.

Kontant vederlag ska erbjudas åtminstone som ett alternativ, om ett frivilligt uppköpserbjudande lämnas på alla aktier som målbolaget har emitterat och på de värdepapper som målbolaget har emitterat och som berättigar till dess aktier och om

1) de värdepapper som erbjuds som vederlag inte är föremål för handel på en multilateral handelsplattform på ansökan av emittenten eller med emittentens samtycke och om det inte heller i samband med uppköpserbjudandet lämnas in någon ansökan om att de ska tas upp till sådan handel, eller

2) budgivaren eller den som till denne står i ett sådant förhållande som avses i 5 § mot kontant vederlag har förvärvat eller ska förvärva sådana värdepapper i målbolaget

Gällande lydelse

Föreslagen lydelse

som berättigar till minst fem procent av röstetalet i måbolaget, under en tidsperiod som börjar sex månader innan uppköpserbudandet offentliggörs och upphör när erbjudandets giltighetstid löper ut.

Om ett frivilligt uppköpserbudande lämnas på alla aktier som måbolaget har emitterat och de värdepapper som måbolaget har emitterat och som berättigar till dess aktier, ska som utgångspunkt när vederlaget bestäms betraktas det högsta pris som den som har lämnat uppköpserbudandet eller den som till denne står i ett sådant förhållande som avses i 5 § under de senaste sex månaderna före offentliggörandet av erbjudandet har betalat för de värdepapper som erbjudandet avser. Detta pris kan frångås av särskilda skäl. På sådana erbjudanden tillämpas 23 § 4 mom. om överlämnande av uppgifter till Finansinspektionen.

27 §

(27 § upphävs)

Offentligt uppköpserbudande på en multilateral handelsplattform

Den som offentligt erbjuder sig att köpa aktier som på ansökan av emittenten har tagits upp till handel på en multilateral handelsplattform eller värdepapper som berättigar till sådana aktier får inte särbehandla innehavarna av de värdepapper som erbjudandet avser.

Budgivaren ska tillhandahålla innehavarna av måbolagets värdepapper sådan relevant och tillräckligt information att dessa kan göra en väl underbyggd bedömning av uppköpserbudandet.

Uppköpserbudandet ska offentliggöras och sändas till värdepapperens innehavare, marknadsplatsoperatören som ordnar multilateral handel och Finansinspektionen för kännedom. Innan erbjudandet offentliggörs ska budgivaren förvissa sig om sin förmåga att till fullt belopp betala eventuellt vederlag i pengar och vidta alla åtgärder som rimligen kan krävas för att säkerställa betalning av vederlag i någon annan form.

Gällande lydelse

På ett offentligt uppköpserbjudande ska tillämpas 24 § 1 och 3 mom. och 25 §.

31 §

Finansinspektionens behörighet att utfärda föreskrifter

Finansinspektionen får utfärda närmare föreskrifter om de grunder på vilka personer som avses i 5 § anses agera i samråd, om grunderna för avtal och andra arrangemang som avses i 20 § 1 mom. 4 punkten och om grunderna för att bevilja undantag enligt 26 §.

15 kap

Administrativa påföljder

2 §

Påföljdsavgift

Påföljdsavgift påförs för försummelse eller överträdelse av följande bestämmelser som avses i 40 § 1 mom. i lagen om Finansinspektionen:

5) bestämmelserna om offentligt uppköpserbjudande och skyldighet att lämna erbjudande i 11 kap. 7–11, 13, 14, 16–19, 22–25 och 27 §,

Föreslagen lydelse

31 §

Finansinspektionens behörighet att utfärda föreskrifter

Finansinspektionen får utfärda närmare föreskrifter om de grunder på vilka personer som avses i 5 § anses *eller inte anses* agera i samråd, om grunderna för avtal och andra arrangemang som avses i 20 § 1 mom. 4 punkten och om grunderna för att bevilja undantag enligt 26 §.

15 kap.

Administrativa påföljder

2 §

Påföljdsavgift

Påföljdsavgift påförs för försummelse eller överträdelse av följande bestämmelser som avses i 40 § 1 mom. i lagen om Finansinspektionen:

5) bestämmelserna om offentligt uppköpserbjudande och skyldighet att lämna erbjudande i 11 kap. 7–11, 13, 14, 16–19 och 22–24, 24 a och 25 §,

Denna lag träder i kraft den 20 .

På uppköpserbjudanden som offentliggjorts innan lagen trädde i kraft och där budgivaren offentligt erbjuder sig att köpa aktier som på ansökan av emittenten har tagits upp till handel på en multilateral handelsplattform eller värdepapper som berättigar till sådana aktier tillämpas de bestämmelser som gällde vid ikraftträdandet.

Den skyldighet som aktieägarna har enligt 11 kap. 19 § att lämna offentligt uppköpserbjudande träder i kraft den X YYY

Gällande lydelse

Föreslagen lydelse

2024 till den del skyldigheten gäller emittenter vars aktier är föremål för handel på en multilateral handelsplattform på ansökan av emittenten eller med emittentens samtycke. Då beaktas inte sådan överskridning av gränsen för skyldigheten att lämna erbjudande som skett före skyldighetens ikraftträdande. En aktieägare vars röstandel av det röstetal som målbolagets aktier medför är över 30 procent när skyldigheten träder i kraft är inte skyldig att i enlighet med 11 kap. 19 § lämna ett offentligt uppköpserbjudande förrän aktieägarens röstandel ökar till över 50 procent av det röstetal som målbolagets aktier medför.

En aktieägare vars ägar- och röstandel före lagens ikraftträdande eller därefter har uppnått, överskridit eller underskridit den i 9 kap. 5 § i den lag som ändras genom denna lag angivna flaggningsgränsen i ett målbolag vars aktier är föremål för handel i Finland på en multilateral handelsplattform på ansökan av emittenten eller med emittentens samtycke ska inom två månader efter det att denna lag trätt i kraft till målbolaget och Finansinspektionen anmäla sin andel av röstetalet eller totalantalet aktier i målbolaget, och därefter alltid när aktieägarens ägar- eller röstandel uppnår, överskrider eller underskrider den flaggningsgräns som anges i nämnda 9 kap. 5 §.

Finansministeriets förordning

om ändring av finansministeriets förordning om innehållet i och offentliggörande av erbjudandehandlingar och om undantag som kan beviljas i fråga om deras innehåll samt om ömsesidigt erkännande av erbjudandehandlingar som godkänts inom Europeiska ekonomiska samarbetsområdet

I enlighet med finansministeriets beslut
ändras i finansministeriets förordning om innehållet i och offentliggörande av erbjudandehandlingar och om undantag som kan beviljas i fråga om deras innehåll samt om ömsesidigt erkännande av erbjudandehandlingar som godkänts inom Europeiska ekonomiska samarbetsområdet (1022/2012) 7 § 9 punkten, 8 § 1 mom. 4 punkten och 9 § 5 punkten, 12 § och

fogas till 7 § en ny 9 a punkt, till 8 § 1 mom. en ny 4 a punkt och till 9 § en ny 5 a punkt, som följer:

7 §

Information om uppköpserbjudanden

I erbjudandehandlingen ska lämnas följande upplysningar om uppköpserbjudandet:

9) om målbolagets aktier är föremål för handel på en reglerad marknad, uppgifter om huruvida budgivaren har för avsikt att ansöka om att handeln med de värdepapper som uppköpserbjudandet avser upphör på en reglerad marknad i det fall att uppköpserbjudandet genomförs eller att omvandla olika aktieslag,

9 a) om målbolagets aktier på ansökan av emittenten eller med emittentens samtycke är föremål för handel på en multilateral handelsplattform, uppgifter om huruvida budgivaren har för avsikt att ansöka om att handeln med de värdepapper som uppköpserbjudandet avser upphör på en multilateral handelsplattform i det fall att uppköpserbjudandet genomförs eller att omvandla olika aktieslag,

8 §

Information om uppköpserbjudandets prissättningsgrunder

Erbjudandehandlingen ska innehålla följande uppgifter om grunderna för prissättning av uppköpserbjudandet:

4) om målbolagets aktier är föremål för handel på en reglerad marknad, det med antalet avslut vägda medelpris som vid handel på en reglerad marknad under de senaste tre månaderna före uppkomsten av skyldigheten att ge ett erbjudande har betalats för de värdepapper som erbjudandet avser,

4 a) om målbolagets aktier på ansökan av emittenten eller med emittentens samtycke är föremål för handel på en multilateral handelsplattform, det med antalet avslut vägda medelpris som på en multilateral handelsplattform under de senaste tre månaderna före uppkomsten av skyldigheten att lämna erbjudande har betalats för de värdepapper som erbjudandet avser,

9 §

Villkor för uppköpserbudanden

I erbjudandehandlingen ska anges villkoren för och andra uppgifter om uppköpserbudandet, såsom

5) om målbolagets aktier är föremål för handel på en reglerad marknad och vederlag i form av värdepapper erbjuds, uppgifter om huruvida avsikten är att ansöka om att värdepappren ska tas upp till handel på en reglerad marknad,

5 a) om målbolagets aktier på ansökan av emittenten eller med emittentens samtycke är föremål för handel på en multilateral handelsplattform och vederlag i form av värdepapper erbjuds, uppgifter om huruvida avsikten är att ansöka om att värdepappren ska tas upp till handel på en multilateral handelsplattform,

12 §

Byteserbjudande

Om som vederlag för ett uppköpserbudande erbjuds aktier, till aktier berättigande intyg eller andra värdepapper i eget kapital ska om värdepappren, emittenten, eventuella borgensmän samt målbolaget och den koncern som bildas om uppköpserbudandet genomförs dessutom lämnas uppgifter som uppfyller kravet på innehåll i prospekt enligt 3 kap. 1 § i värdepappersmarknadslagen.

Om som vederlag för ett uppköpserbudande erbjuds andra än i 1 mom. avsedda värdepapper ska om värdepappren, emittenten samt om eventuella borgensmän dessutom lämnas uppgifter som uppfyller kravet på innehåll i prospekt enligt 3 kap. 1 § i värdepappersmarknadslagen.

Denna förordning träder i kraft den 20 .