

OIKEUSTIEDE

JURISPRUDENTIA

LVIII

2025

SUOMALAISEN LAKIMIESYHDISTYKSEN VUOSIKIRJA

Toimitusneuvosto

Kirsi-Maria Halonen, puheenjohtaja

Mia Hoffrén

Juha Häyhä

Susanna Lindroos-Hovinheimo

Taina Pihlajarinne

Toimittaja

Teemu Juutilainen

Taitto: Taittopalvelu Yliveto Oy

© kirjoittajat ja Suomalainen Lakimiesyhdistys 2025

ISSN 0355-8215 (painettu)

ISSN 2954-3185 (verkkojulkaisu)

ISBN 978-951-855-865-4 (kovakantinen)

ISBN 978-951-855-866-1 (PDF)

Oy Nord Print Ab, Helsinki 2025

Jesse Collin – Sakari Sedbom

PAINAVASTA TALOUDELLISESTA
SYYSTÄ TIEDOTTAMINEN
SUUNNATUISSA OSAKEANNEISSA
– EMPIIRINEN TUTKIMUS
LISTAYHTIÖIDEN NOPEUTETUSSA
TARJOUSMENETTELYSSÄ
TOTEUTETUISTA SUUNNATUISTA
MAKSULLISISTA OSAKEANNEISTA

Sisällys

1	JOHDANTO	9
2	SUUNNATTU OSAKEANTI OSAKEYHTIÖLAIN SYSTEMATIIKASSA	14
	2.1 Osakeanti	14
	2.2 Merkintäoikeus ja siitä poikkeaminen	15
	2.3 Painava taloudellinen syy	17
3	ESITEASETUKSEN OHJAUSVAIKUTUS JA OSAKEANNIN TOTEUTTAMINEN NOPEUTETUSSA TARJOUSMENETTELYSSÄ	23
	3.1 Esiteasetuksen ohjausvaikutus.....	23
	3.2 Osakeannin toteuttaminen ilman esitettä nopeutetussa tarjousmenettelyssä.....	26
4	TIEDOTTAMINEN SUUNNATUSSA OSAKEANNISSA JA ARTIKKELISSA TARKASTELLUT OSAKEANNIT.....	28
	4.1 Ensimmäinen ja toinen pörssi- tai yhtiötiedote	28
	4.2 Osakeannit, tarjottujen osakkeiden määrä ja merkintäalennus....	32
	4.3 Osakeantien perusteet ja niistä tiedottaminen	37
	4.4 Tiedottaminen osakeannin merkintäalennuksesta	41
5	TIEDOTTAMISKÄYTÄNNÖN SUPPEUS JA INFORMAATION MERKITYS ARVOPAPERIMARKKINOILLA.....	45
	5.1 Tiedottamiskäytännön suppeus.....	45
	5.2 Informaation merkitys arvopaperimarkkinoilla.....	47
	5.3 Arvopaperimarkkinayhdistyksen suositus.....	50
6	JOHTOPÄÄTÖKSET	53
	LÄHTEET.....	57
	OIKEUSKÄYTÄNTÖ.....	61
	ABSTRACT.....	62

Painavasta taloudellisesta syystä tiedottaminen suunnatuissa osakeanneissa – Empiirinen tutkimus listayhtiöiden nopeutetussa tarjousmenettelyssä toteutetuista suunnatuista maksullisista osakeanneista

1 JOHDANTO

Julkinen keskustelu pörssiyhtiöiden ja First North -yhtiöiden¹ toteuttamista suunnatuista osakeanneista on ollut viime vuosien aikana vilkasta. Julkista keskustelua on syntynyt erityisesti nopeutetussa tarjousmenettelyssä toteutetuista suunnatuista maksullisista osakeanneista (accelerated bookbuild

* *Jesse Collin*, OTT, lakijohtaja, Suomen Pörssisäätiö sr; yliopistonlehtori (oa.), Itä-Suomen yliopisto – *Sakari Sedbom*, OTM, AA, Counsel, Asianajotoimisto Castrén & Snellman Oy. Kiitämme anonyymeja refereerausannon antajia arvokkaista kommentteista.

¹ Suomessa osakeyhtiöiden liikkeeseen laskemilla osakkeilla voidaan käydä kauppaa kahdella markkinapaikalla. Ensinnäkin kyseeseen tulee Nasdaq Helsingin ylläpitämä pörssi, joka on säännelty markkina. Kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetun lain (1070/2017, RahkL) 2 §:n 1 momentin 5 kohdan mukaan säännellyllä markkinalla tarkoitetaan pörs-sin tai sitä muussa ETA-valtiossa vastaavan markkinoiden ylläpitäjän ylläpitämää monenkeskistä järjestelmää, jossa markkinan ylläpitäjän laatimien sääntöjen mukaisesti saatetaan yhteen rahoitusvälineitä koskevia osto- ja myyntitarjouksia tai tarjouskehoituksia siten, että tuloksena on rahoitusvälinettä koskeva sitova kauppa. Toisekseen kyseeseen tulee Nasdaq First North Growth Market, joka on pk-yritysten kasvumarkkina. RahkL 2 §:n 1 momentin 9 kohdassa pk-yritysten kasvumarkkinalla tarkoitetaan kyseisen lain 6 luvussa tarkoitettua erityistä rekisteröityä monenkeskistä kaupankäyntijärjestelmää. Osakeyhtiölain (624/2006, OYL) 1:10:n mukaan pörssiyhtiöllä tarkoitetaan osakeyhtiötä, jonka osake on kaupankäynnin kohteena kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa tarkoitettulla säännellyllä markkinalla. First North -yhtiöt eivät ole osakeyhtiölain tarkoittamia pörssiyhtiöitä. Tässä artikkelissa listayhtiöllä tarkoitetaan niin pörssiyhtiöitä kuin First North -yhtiöitä.

offering tai ABO), sillä niissä tarjotaan tavanomaisesti osakkeita ainoastaan rajatulle joukolle kokeneita ja ammattimaisia sijoittajia.²

Kritiikin keskiössä on ollut se, että usein institutionaaliset ja muut ammattimaiset sijoittajat ovat voineet merkitä yhtiön osakkeita alennuksella verrattuna suunnattua osakeantia edeltäneeseen osakkeen kurssihintaan. Alennus on joissakin tapauksissa ollut huomattava ja johtanut osakkeen kurssihinnan selvään laskuun välittömästi suunnatun annin jälkeen.³ Sen sijaan suunnattujen osakeantien ulkopuolelle on jäänyt merkittävä osa yhtiön vähemmistöosakkeenomistajista. Koska suunnatussa osakeannissa poiketaan yhtiön olemassa olevien osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta, tulee poikkeamiselle olla yhtiön kannalta osakeyhtiölain (624/2006, OYL) 9:4:ssä tarkoitettu painava taloudellinen syy. Kritiikkiä on esiintynyt varsinkin sellaisten suunnattujen osakeantien yhteydessä, joissa suunnatun osakeannin edellytyksenä olevan painavan taloudellisen syyn olemassaoloa on ollut vaikea arvioida pörssi- tai yhtiötiedotteiden perusteella.⁴ Tässä artikkelissa pörssitiedotteella tarkoitetaan tiedotetta, jonka on julkaissut yhtiö, jonka osake on kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla eli Helsingin pörssin päälისტalla. Yhtiötiedotteella tarkoitetaan puolestaan tiedotetta, jonka on julkaissut yhtiö, jonka osake on kaupankäynnin kohteena pk-yritysten kasvumarkkinalla eli First North -markkinapaikalla.

Myös toimialan itsesääntelyelin Arvopaperimarkkinayhdistys on kiinnittänyt huomiota suunnattuja osakeanteja koskevaan tiedottamiseen. Arvopaperimarkkinayhdistys antoi 30.9.2024 hyvään arvopaperimarkkinatapaan liittyvän suosituksen, jossa annetaan suositus suunnatuista osake-

² Katso esimerkiksi Arvopaperi 7.6.2021; Helsingin Sanomat 15.3.2024; Kauppalehti 21.3.2016; Kauppalehti 23.4.2021.

³ Teoriassa antia edeltävän kurssihinnan mukaisesti hinnoitellun suunnatun osakeannin vaikutus osakkeen kurssihintaan tulisi olla melko neutraali, sillä vaikka osakkeiden määrä lisääntyy, lisääntyy myös yhtiön varojen määrä eikä osakkeenomistajan osakekohtainen nettovarallisuus olennaisesti vähene suunnatun annin seurauksena. Negatiivinen tai positiivinen markkinareaktio voi kuitenkin aiheutua, jos osakkeenomistajien välisissä omistus- tai valtasuhteissa tapahtuu olennaisia muutoksia, yhtiön olemassa olevat osakkeenomistajat kokevat suunnatun annin antiin olleen alihintainen ja pettyvät siihen, että eivät ole saaneet itse osallistua antiin, ja katsovat annin siten laimentaneen heidän osakekohtaista nettovarallisuusarvoaan. Katso tarkemmin merkintäetuoikeudesta poikkeamisen vaikutuksista jäljempänä alaluvusta 2.2.

⁴ Esimerkiksi Duell Oyj:n 1.3.2023 julkaistuissa yhtiötiedotteissa ei mainita lainkaan painavaa taloudellista syytä suunnatun osakeannin toteuttamiselle. Vaikka anti liittyy yritysostoon ja annin toteuttamiselle suunnattuna antina vaikuttaa olevan perusteltu syy, painavaa taloudellista syytä merkintäetuoikeudesta poikkeamiselle ja suunnatun annin antivaltuutuksen mukaisuutta on haastavaa arvioida antiin liittyvien tiedotteiden perusteella, koska painavasta taloudellisesta syystä ei ole yhtiötiedotteissa lainkaan mainintaa.

anneista tiedottamiseen. Suositusta sovelletaan 1.12.2024 tai sen jälkeen julkistettaviin osakeantoihin.⁵

Tutkimuksemme ensimmäinen tutkimuskysymys on arvioida yhtiö- ja pörssitiedotteiden perusteella sitä, onko suunnatun maksullisen osakeannin edellytyksenä olevan painavan taloudellisen syyn vaatimus mahdollista tunnistaa nopeutettuja tarjousmenettelyitä koskevista pörssi- ja yhtiötiedotteista. Tältä osin kysymys on laadullisesta empiirisestä tutkimuksesta, jossa tarkastellaan pörssiyhtiöiden ja First North -yhtiöiden tiedottamiskäytäntöä tietynlaisten suunnattujen osakeantien yhteydessä. Toisin sanoen kyse on tiedottamiskäytännön laadullisen tason arvioinnista, jonka pyrkimyksenä on selvittää, onko tiedottaminen ollut tietosisällöltään riittävä sijoittajien tiedontarpeiden näkökulmasta niin, että se on mahdollistanut sijoittajille suunnatun osakeannin perusteiden arvioinnin. Empiirisessä tutkimuksessa aineiston analyysin tavoitteena on kuvata tutkittua aineistoa ja tehdä siitä johtopäätöksiä. Tyypillisesti empiirisen oikeustutkimuksen aineiston analysointi edellyttää erinäisten tilastollisten menetelmien käyttämistä etenkin, jos aineistossa on kyse ilmiön osaotannasta. Jäljempänä esitetyn mukaisesti nyt käsillä olevassa tutkimuksessa aineisto kattaa kaikki tietyt kriteerit täyttävät suunnatut osakeannit käytännössä niin pitkältä aikaväliltä kuin pörssi- ja yhtiötiedotteita on saatavilla kansallisesta tiedotusvarastosta.⁶

Toisena tutkimuskysymyksenä on arvioida Arvopaperimarkkinayhdistyksen antaman suunnattuja osakeanteja koskevan suosituksen tarkoituksenmukaisuutta arvopaperimarkkinoiden sääntelyä koskevan teoreettisen viitekehyksen valossa sekä ensimmäisen tutkimuskysymyksen löydösten perusteella. Toiseen tutkimuskysymykseen vastaaminen edellyttää arvopaperimarkkinoiden sääntelyn teoreettiseen viitekehykseen perehtymistä, joten tutkimuksessa hyödynnetään oikeustaloustieteellistä tutkimusta itse metodin ollessa sääntelyteoreettinen.⁷ Toisin sanoen on perehdyttävä informaation ja sen sääntelyn merkitykseen arvopaperimarkkinoilla. Jäljempänä esitetyn mukaisesti arvopaperimarkkinaoikeudellisilla tiedonantovelvollisuuksilla pyritään turvaamaan sijoittajien tiedolliset tarpeet. Näin ollen tarkasteltavan sääntelyratkaisun tarkoituksenmukaisuuden arviointi edellyttää myös perehtymistä sääntelyratkaisua edeltäneeseen tiedottamiskäytäntöön eli sijoittajien saatavilla olleen tiedon laatuun.

⁵ Arvopaperimarkkinayhdistys, Suositus 30.9.2024 – Suunnatut osakeannit.

⁶ Kritzer 2021, luku Methodology: Data Analysis.

⁷ Sääntelyteoriasta ja sen hyödyntämisestä oikeustieteellisessä tutkimuksessa katso esimerkiksi Määttä 2016, s. 31–34.

Empiirisen oikeustutkimuksen aineiston keräämisen osalta olennaista on, että aineisto on kerätty systemaattisesti ja rajaukset on tehty selkeällä ja perusteltavissa olevalla tavalla, mikä mahdollistaa sen, että jokin muu taho pystyy keräämään saman aineiston empiiristen löydösten toisintamiseksi.⁸ Aineistomme koostuu 19.3.2010 ja 27.11.2024 välisellä ajanjaksolla suomalaiselle markkinapaikalle suomalaisten pörssiyhtiöiden ja First North -yhtiöiden nopeutetussa tarjousmenettelyssä toteuttamista suunnatuista maksullisista osakeanneista.⁹ Tässä artikkelissa osakeannilla tarkoitetaan lähtökohtaisesti edellä mainitun kaltaisia osakeanteja. Artikkelia varten olemme käyneet läpi Nasdaq Helsinki Oy:n ylläpitämästä kansallisesta tiedotevarastosta saatavilla olevat Helsingin pörssin päälistalle ja First North -markkinapaikalle listattujen yhtiöiden pörssitiedotteet ja yhtiötiedotteet ajanjaksolta 1.1.2010–30.11.2024. Aineiston osalta on syytä huomauttaa, että ensimmäinen listautuminen Suomessa First North -markkinapaikalle tapahtui vasta vuonna 2012. First North -yhtiöiden määrä oli pitkään vähäinen, kunnes markkinapaikan suosio kasvoi 2020-luvultaessa. Edellä mainitusta syystä First North -yhtiöiden nopeutetussa tarjousmenettelyssä toteuttamat suunnatut osakeannit on lähes kaikki tehty 2020-luvulla.

Olemme koonneet tiedotteista tiedot kyseisellä ajanjaksolla nopeutetussa tarjousmenettelyssä toteutetuista suunnatuista maksullisista osakeanneista, joissa osakkeita on tarjottu ilman esitettä¹⁰ rajatulle joukolla

⁸ Kritzer 2021, luku Methodology: Data Collection.

⁹ Tarkastelun ulkopuolelle on jätetty Tukholman pörssiin listattuna olleen suomalaisen Adapteo Oyj:n suunnattu osakeanti institutionaalisille sijoittajille 10.12.2020, koska yhtiö ei ollut listattuna Helsingin pörssiin. Tarkastelun ulkopuolelle on jätetty myös kaikki ulkomaiset yhtiöt, joiden arvopapereita on ollut listattuna Helsingin pörssin päälistalla tai First North -markkinapaikalla, koska niiden osalta painavan taloudellisen syyn arviointi ei määräydy osakeyhtiölain mukaan. Selvyyden vuoksi todetaan vielä, että tarkastelun ulkopuolelle on jätetty suunnatut annit, joita ei ole toteutettu nopeutetussa tarjousmenettelyssä, nopeutetussa tarjousmenettelyssä toteutetut osakemyynnit ja osakeostot sekä myös nopeutetussa tarjousmenettelyssä toteutetut suunnatut annit, joissa on annettu osakkeisiin liittyviä erityisiä oikeuksia.

¹⁰ Tarkastelujakson aikana on tehty kokeneille sijoittajille neljä suunnattua osakeantia osittain tai kokonaan, ja niissä on laadittu esite (Citycon Oyj:n osakeanti 13.7.2011, Orava Asuntorahasto Oyj:n osakeanti 18.5.2015, Suomen Hoivatilat Oyj:n osakeanti 23.3.2017 sekä Robit Oyj:n osakeanti 23.5.2017) sen vuoksi, että osakeannissa annettavien uusien osakkeiden määrä on ollut niin suuri, että esite on tullut laatia. Kyseiset osakeannit on jätetty artikkelin tarkastelun ulkopuolelle, koska artikkelissa yhtenä tarkastelun kohteena ovat annin toteuttamiskustannukset, jotka ovat perusteena toteuttaa anti nopeutetussa tarjousmenettelyssä. Tarkastelun ulkopuolelle on jätetty myös Herantis Pharma Oyj:n anti 17.12.2020 sekä Fifax Oyj:n anti 5.12.2023, joissa molemmissa tapauksissa yhtiö toteutti suunnatun annin juuri ennen antia ylimääräisessä yhtiökokouksessa saamansa antivaltuutuksen nojalla ja sijoittajilla on siten antivaltuutusta antaessaan ollut tieto tai ainakin selkeä

kokeneita sijoittajia. Tarkastelun ulkopuolelle on rajattu myös ne osakeannit, joissa yhtiökokouksen valtuutus suunnatun osakeannin toteuttamiselle on annettu nimenomaisesti osakeannin toteuttamista varten tai ylimääräisessä yhtiökokouksessa osakeannin toteuttamista ennen, koska tällaisissa tilanteissa osakkeenomistajien voidaan katsoa tienneen tai voineen pitää todennäköisenä, että valtuutus annetaan tiettyä antia varten ja osakkeenomistajilla on mahdollisuus yhtiökokouksessa esittää OYL 5:25:n nojalla kysymyksiä päätettävästä asiasta. Tiedotevarastosta löytyvien pörssitiedotteiden mukaan ajanjaksolla on toteutettu yhteensä 42 kriteerit täyttävää osakeantia. Kyseisistä anneista 22 on pörssiyhtiöiden toteuttamia ja 20 First North -yhtiöiden toteuttamia.

Johdantoluvun jälkeen artikkelin luvussa 2 käsitellään suunnattua osakeantia osakeyhtiölain systematiikassa. Luvussa asetetaan oikeusdogmaattinen viitekehys painavan taloudellisen syyn käsitteen oikeudelliselle arvioinnille siltä osin kuin se on tarpeen tutkimuskysymyksiin vastaamiseksi. Tässä artikkelissa ei ole mahdollista tarkastella seikka-peräisesti suunnattujen osakeantien yhtiöoikeudellista problematiikkaa. On syytä myös huomauttaa, ettei tämän artikkelin tarkoituksena ole esittää arvioita tarkasteltavista osakeanneista sen osalta, onko niiden taustalla tosiasiallisesti ollut painava taloudellinen syy. Sen sijaan yhtenä tutkimuskysymyksenä on se, voidaanko osakeanteja koskevista pörssi- ja yhtiötiedotteista hahmottaa painavan taloudellisen syyn olemassaolo. Tutkimuskysymykseen vastaaminen edellyttää lyhyttä katsausta osakeyhtiölain suunnattuja osakeanteja koskevaan systematiikkaan kontekstin asettamiseksi tutkimuskysymykselle, sillä tutkimuskysymyksen keskiössä oleva tiedottamisen tarve liittyy juuri tarpeeseen perustella OYL 9:4:n mukainen painava taloudellinen syy poiketa osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta.

Artikkelin kolmannessa luvussa käsitellään arvopaperimarkkinoiden sääntelyn, erityisesti niin sanotun esitesääntelyn, ohjausvaikutusta osakeantien toteuttamistapaan. Luvussa käydään myös läpi pääpiirteet nopeutetussa tarjousmeneteltyssä toteutetun suunnatun osakeannin järjestämisestä.

Neljännessä luvussa käydään läpi empiirinen aineisto. Aineiston käsittely on jaettu neljään alalukuun tarkasteltavien teemojen mukaisesti. Viidennessä luvussa arvioidaan tiedottamiskäytännön ja sen kehittämisen

peruste olettaa, että yhtiö tulee toteuttamaan annin. Lisäksi tarkastelun ulkopuolelle on jätetty WithSecure Oyj:n 23.3.2022 järjestetty suunnattu osakeanti, koska suunnattu anti tehtiin lähellä suunniteltua osittaisjakautumista ja se ei ole siten täysin rinnasteinen muihin tarkasteltuihin anteihin nähden.

tarkoituksenmukaisuutta arvopaperimarkkinaoikeudellisen sääntelyn teoreettisen viitekehyksen valossa sekä Arvopaperimarkkinayhdistyksen suunnattuja osakeanteja koskevaa suositusta. Lopuksi kuudennessa luvussa esitetään yhteenveto ja kokoavat johtopäätökset.

2 SUUNNATTU OSAKEANTI OSAKEYHTIÖLAIN SYSTEMATIIKASSA

2.1 Osakeanti

Osakeanneista säädetään osakeyhtiölain 9 luvussa. Osakeannin määritelmästä säädetään OYL 9:1:ssä. Osakeannilla tarkoitetaan tilannetta, jossa yhtiö antaa uusia osakkeita tai luovuttaa hallussaan olevia osakkeita. Osakeannissa voidaan antaa osakkeita merkittäväksi maksua vastaan, jolloin kyse on maksullisesta osakeannista. Osakkeita voidaan antaa myös maksutta. OYL 9:2:n päätöksentekoa koskevien yleisten säännösten mukaan lähtökohtaisesti yhtiökokous päättää osakeannista, mutta säännöksen mukaan hallitus voidaan valtuuttaa päättämään osakeannista kokonaan tai joiltain osin.

OYL 9:3.1:n mukaan osakeannissa osakkeenomistajilla on etuoikeus annettaviin osakkeisiin samassa suhteessa kuin heillä ennestään on yhtiön osakkeita. Osakeantien kontekstissa legalitermi on ”etuoikeus”,¹¹ mutta tyypillisesti etuoikeutta noudattavaa osakeantia kutsutaan merkintäoikeusanniksi tai kuponkianniksi. Tässä artikkelissa osakkeenomistajan etuoikeutta kutsutaan merkintäetuoikeudeksi ja etuoikeutta noudattavaa osakeantia merkintäoikeusanniksi. Osakeantia, jossa poiketaan osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta, kutsutaan suunnatuksi osakeanniksi, ja siitä säädetään OYL 9:4:ssä. Säännöksen ensimmäisessä momentissa säädetään suunnatun osakeannin toteuttamisen edellytyksistä. Ensinnäkin merkintäetuoikeudesta poikkeamiselle on oltava painava taloudellinen syy. Toiseksi suunnatun osakeannin hyväksyttävyyttä arvioitaessa on kiinnitettävä erityistä huomiota osakkeen merkintähinnan ja käyvän hinnan suhteeseen.¹²

¹¹ Katso Laine 2016, s. 169.

¹² Lisäksi maksuttomalta suunnatulta osakeannilta edellytetään erityisen painavaa taloudellista syytä.

2.2 Merkintäetuoikeus ja siitä poikkeaminen

Merkintäetuoikeus on eurooppalaisissa yhtiölaeissa vahva pääsääntö, koska siitä on säädetty jo niin sanotussa vanhassa pääomadirektiivissä (77/91/ETY).¹³ Kyseistä direktiiviä on muutettu erinäisillä muutosdirektiiveillä.¹⁴ Nykyisin EU-oikeudessa merkintäoikeudesta säädetään niin sanotun kodi-fikaatiodirektiivin (2017/1132)¹⁵ 72 artiklassa, mutta Suomessa merkintäetuoikeuden on katsottu jo vanhastaan olevan olemassa ilman nimenomaisia säännöistä.¹⁶ Merkintäetuoikeutta voidaan pitää osakkeenomistajille merkityksellisenä sen takia, että se antaa osakkeenomistajille mahdollisuuden säilyttää suhteellinen omistusosuutensa yhtiössä, vaikka osakeannin myötä liikkeessä olevien osakkeiden määrässä tapahtuisi merkittäviäkin muutoksia.¹⁷ Merkintäetuoikeus ei tarkoita, että osakkeenomistajien suhteellisen omistuksen olisi pysyttävä muuttumattomana, kun yhtiö kerää uutta pääomaa. Kyse on siitä, että osakkeenomistajilla on yhdenvertainen mahdollisuus merkitä osakeannissa osakkeita ja säilyttää suhteellinen omistusosuutensa yhtiöstä.

Merkintäetuoikeuden on katsottu täsmentävän OYL 1:7:n yhdenvertaisuusperiaatetta.¹⁸ Yhdenvertaisuusperiaatteen lisäksi OYL 9:3.1:n mukaisella merkintäetuoikeudella on kytkös siihen, että osakkeet tuottavat lähtökohtaisesti yhtäläiset oikeudet yhtiössä (OYL 3:1.1).¹⁹ Merkintäoikeusanti

¹³ Toinen neuvoston direktiivi 77/91/ETY, annettu 13 päivänä joulukuuta 1976, niiden takeiden yhteensovittamisesta samanveroisiksi, joita jäsenvaltioissa vaaditaan perustamis-sopimuksen 58 artiklan 2 kohdassa tarkoitetuilta yhtiöiltä niiden jäsenten sekä ulkopuolisten etujen suojaamiseksi osakeyhtiöitä perustettaessa sekä niiden pääomaa säilytettäessä ja muutettaessa. EYVL L 26, 31.1.1977, s. 1–13.

¹⁴ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2006/68/EY, annettu 6 päivänä syyskuuta 2006, neuvoston direktiivin 77/91/ETY muuttamisesta julkisten osakeyhtiöiden perustamisen sekä niiden pääoman säilyttämisen ja muuttamisen osalta (ETA:n kannalta merkityksellinen teksti). EUVL L 264, 25.9.2006, s. 32–36; Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2012/30/EU, annettu 25 päivänä lokakuuta 2012, niiden takeiden yhteensovittamisesta samanveroisiksi, joita jäsenvaltioissa vaaditaan Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen 54 artiklan toisessa kohdassa tarkoitetuilta yhtiöiltä niiden jäsenten sekä ulkopuolisten etujen suojaamiseksi osakeyhtiöitä perustettaessa sekä niiden pääomaa säilytettäessä ja muutettaessa (uudelleenlaadittu) (ETA:n kannalta merkityksellinen teksti). EUVL L 315, 14.11.2012, s. 74–97.

¹⁵ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EU) 2017/1132, annettu 14 päivänä kesäkuuta 2017, tietyistä yhtiöoikeuden osa-alueista (kodi-fikaatio) (ETA:n kannalta merkityksellinen teksti). EUVL L 169, 30.6.2017, s. 46–127.

¹⁶ Katso HE 27/1977 vp, s. 36.

¹⁷ HE 109/2005 vp, s. 101; Villa 2018, s. 723.

¹⁸ Raitio 2014, s. 202.

¹⁹ On kuitenkin selvyuden vuoksi huomautettava, että merkintäetuoikeus tunnistaa myös osakkeiden erilajisuuden. OYL 9:3.2:ssa säädetään, että ”jos yhtiössä on erilajisia

heijastaa osakkeenomistajien ja osakkeiden yhdenvertaista kohtelua sekä osakeyhtiölain lähtökohtaa, jonka mukaan kaikki samanlaiset osakkeet tuottavat yhtiössä yhtäläiset oikeudet. Merkintäetuoikeus on kuitenkin vain osakeyhtiölain lähtökohta osakeantien toteuttamiselle, sillä OYL 9:4:n nojalla merkintäetuoikeudesta voidaan poiketa toteuttamalla osakeanti suunnattuna. Suunnatussa osakeannissa oikeus merkitä osakkeita voidaan antaa vain osalle yhtiön osakkeenomistajista mutta myös kokonaan yhtiön ulkopuoliselle taholle. Toisin kuin merkintäoikeusanti, suunnattu osakeanti vaikuttaa aina yhtiön omistusosuuksiin. Suunnatun osakeannin ulkopuolelle jäävän osakkeenomistajan suhteellinen omistusosuus yhtiön liikkeeseen laskemista osakkeista pienenee eli laimenee.

Suunnattu osakeanti voi vaikuttaa myös osakkeiden tuottamien oikeuksien jakautumiseen. Osakkeiden tuottamat oikeudet on jaoteltu tyypillisesti hallinnoimisoikeuksiin ja taloudellisiin oikeuksiin.²⁰ Hallinnoimisoikeuksien kannalta suunnattu osakeanti voi yhtäältä kasvattaa jonkin tietyn osakkeenomistajan äänivaltaa yhtiökokouksessa ja toisaalta pienentää suunnatun osakeannin ulkopuolelle jääneiden osakkeenomistajien äänivaltaa. Suunnattu osakeanti voi vaikuttaa myös osakkeenomistajan tai osakkeenomistajista muodostuvan kollektiivin mahdollisuuksiin käyttää vähemmistöoikeuksia.²¹ Suunnatun osakeannin vaikutukset sen ulkopuolelle jäävien osakkeenomistajien taloudellisiin oikeuksiin riippuvat pitkälti siitä, merkitäänkö suunnatussa osakeannissa osakkeita käypään hintaan ja miten yhtiö käyttää osakeannissa keräämänsä varat. Jos osakkeet merkitään käypään hintaan ja yhtiö käyttää varat yhtiön edun mukaisesti, kunkin osakkeen osuus yhtiön nettovarallisuudesta säilyy muuttumattomana, vaikka osakkeiden lukumäärä muuttuu.²² Jos suunnattu osakeanti toteutetaan osakkeen kaupankäyntihintaa merkittävästi matalammalla hinnalla, ulkopuolelle jäävien osakkeenomistajien osakeomistuksen taloudellinen arvo saattaa myös laskea.

osakkeita, etuoikeus on toteutettava antamalla kaikkien osakelajien osakkeita lajien suhteessa ja tarjoamalla kunkin osakelajin osakkeita osakkeenomistajille samassa suhteessa kuin heillä ennestään on senlajisia osakkeita”.

²⁰ Collin 2020, s. 84–86 lähteineen.

²¹ Esimerkiksi suunnattu osakeanti voi vaikuttaa osakkeenomistajien välisiin suhteisiin siten, ettei vähemmistöllä ole enää mahdollisuutta vaatia vähemmistöosingon jakamista (OYL 13:7). Suunnattu osakeanti voi myös johtaa tilanteeseen, jossa vähemmistön myötävaikutusta ei enää tarvita sellaisten päätösten tekemiseen, jotka edellyttävät määräänemmistöä (katso OYL 5:27).

²² KKO 2018:19, kohta 34; Mähönen – Villa 2015, s. 437.

2.3 Painava taloudellinen syy

Lainsäätäjä on huomionnut suunnattujen osakeantien aiheuttaman jännitteen osakkeenomistajien välisissä suhteissa OYL 9:4.1:n vaatimuksella, jonka mukaan suunnatun osakeannin toteuttamisen edellytyksenä on yhtiön kannalta painavan taloudellisen syyn olemassaolo. Mainitussa lainkohdassa edellytetään lisäksi, että suunnatun osakeannin hyväksyttävyyttä arvioitaessa on kiinnitettävä erityistä huomiota osakkeen merkintähinnan ja käyvän hinnan suhteeseen. Siinä missä merkintäetuoikeudesta säädetään direktiivissä, painavan taloudellisen syyn vaatimuksessa on kyse kansallisesta sääntelyratkaisusta, joka lisättiin 90-luvun alussa silloiseen osakeyhtiölakiin. Muutoksen taustalla oli se, ettei yhdenvertaisuusperiaatetta tai yleislauseketta pidetty riittävänä. Suunnattuja osakeanteja oli käytetty yhtiön omistus- ja äänivaltamuutosten ehkäisemiseksi ilman, että suunnattu osakeanti tuotti yhtiölle olennaista taloudellista etua. Muutoksella korostettiin sitä, ettei yhtiön kannalta vähäinen taloudellinen etu oikeuta poikkeamaan osakkeenomistajan merkintäetuoikeudesta.²³ Nykyiseen osakeyhtiölakiin painavan taloudellisen syyn vaatimus otettiin sellaisenaan, mutta säännöstekstiin nostettiin aiemmin esitöissä lausuttu merkintähintaa koskeva maininta, jonka mukaan suunnatun annin hyväksyttävyyttä arvioitaessa on kiinnitettävä erityistä huomiota osakkeen merkintähinnan ja käyvän hinnan suhteeseen. Lisäksi lakiin lisättiin maksuttomien suunnattujen osakeantien osalta vaatimus erityisen painavasta taloudellisesta syystä.²⁴ Huomionarvoista on, että lainsäätäjä on suunnattujen osakeantien kontekstissa tehnyt eron taloudellisen syyn, painavan taloudellisen syyn ja erittäin painavan taloudellisen syyn käsitteiden välille.

Lain esitöissä on lueteltu esimerkinomaisesti hyväksyttäviä käyttötarkoituksia suunnatulle osakeannille. Niiden mukaan kyseeseen voi tulla esimerkiksi yhtiön rahoitustarpeen turvaaminen, joka edellyttää oman pääoman ehtoisen rahoituksen hankkimista muilta kuin osakkeenomistajilta. Suunnattua osakeantia voidaan käyttää myös esimerkiksi yrityskauppojen rahoituksessa tai niiden maksuvälineenä. Lain esitöissä on nostettu esille myös erilaisten johdon ja työntekijöiden kannustinjärjestelmien toteuttaminen.²⁵ Esitöiden esimerkkilistausta suunnatun osakeannin käyttötarkoituksista ei ole pidetty tyhjéntävänä, vaan käytännössä suunnattujen osakeantien on katsottu soveltuvan myös muunlaisiin tilanteisiin laissa säädettyjen edellytysten täyttyessä. Tästä huolimatta on selvää, ettei suunnattua

²³ HE 11/1992 vp, s. 8; af Schultén 2006, s. 314.

²⁴ HE 109/2005 vp, s. 102; HE 11/1992 vp, s. 14.

²⁵ HE 109/2005 vp, s. 102.

osakeantia voida käyttää niin sanottuun osakeomistuksen betonointiin eli osakekaupoista johtuvien omistussuhteiden muutosten estämiseen tai tietyn osakkeenomistajan enemmistöaseman turvaamiseen.²⁶

Itsessään vaatimus painavan taloudellisen syyn olemassaolosta jää lain esitöiden valossa verrattain avoimeksi. Esitöiden mukaan arvioinnissa on kiinnitettävä huomiota yhtiölle tulevaan vastikkeeseen annettaessa osakeita, koska suunnatun osakeannin mahdollinen alihintaisuus yleensä tuottaa merkintään oikeutetuille tahoille etua niiden osakkeenomistajien kustannuksella, joiden etuoikeudesta poiketaan. Esitöissä tämä mahdollinen annin alihintaisuus kytketään yhdenvertaisuusperiaatteeseen sekä säännöksen vaatimukseen merkintähinnan ja osakkeen käyvän hinnan välisen suhteen arvioinnista. Nämä seikat linkitetään edelleen esitöissä lausuttuun vaatimukseen painavasta taloudellisesta syystä, jonka on oltava olemassa yhtiön ja kaikkien osakkeenomistajien etu huomioiden.²⁷ Linkki yhdenvertaisuusperiaatteen ja painavan taloudellisen syyn välillä on selvä myös kirjallisuuden valossa. Pönkä on katsonut painavan taloudellisen syyn vaatimuksen viittaavan nimenomaisesti yhdenvertaisuusperiaatteeseen.²⁸ Vahtera on puolestaan katsonut painavan taloudellisen syyn vaatimuksen sisältävän ainakin yhdenvertaisuusperiaatteen, kun taas Lautjärven mukaan kyseinen vaatimus korostaa ja täsmentää sanotun periaatteen sisältöä.²⁹ Samansuuntaisesti katsovat myös Mähönen ja Villa sekä Airaksinen, Pulkkinen ja Rasinaho.³⁰

Näin ollen painavan taloudellisen syyn vaatimus kytkeytyy yhtiön etuun, kuten kirjallisuudessa on jo vanhastaan esitetty.³¹ Yhtiön edun käsite (OYL 1:8) on puolestaan kytkettävä toiminnan tarkoitukseen eli voiton tuottamiseen osakkeenomistajille (OYL 1:5). Laajasti ymmärrettynä toiminnan tarkoituksen on nähty kytkeytyvän niin sanottuun yhtiön etuun tai kaikkien osakkeenomistajien etuun.³² Yhtiön edun ja toiminnan tarkoituksen hahmottaminen toisiaan täydentäväksi vastinpariksi saa vahvaa tukea oikeuskirjallisuudesta. Vahteran esittämän mukaisesti tällöin yhtiön edun edistäminen huolellisesti toimien tulee nähdä velvollisuudeksi edistää voiton tuottamista yhtiön osakkeenomistajille.³³ Vastaavasti Villa kytkee OYL

²⁶ HE 109/2005 vp, s. 102–103.

²⁷ HE 109/2005 vp, s. 103.

²⁸ Pönkä 2012, s. 366; Pönkä 2017, s. 126.

²⁹ Lautjärvi 2017, s. 204; Vahtera 2011, s. 246.

³⁰ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2021, kohta Osakeanti; Mähönen – Villa 2020, s. 337.

³¹ Huttunen 2005, s. 146–147.

³² Vahtera 2011, s. 140 lähteineen.

³³ Vahtera 2011, s. 140–141.

1:5:n ja 1:8:n yhteen hahmottaessaan yhtiön toiminnan tarkoituksen sisältöä. Hänen käsityksensä mukaan OYL 1:5 asettaa johdolle tavoitteen mutta OYL 1:8 antaa johdolle laajat oikeudet päättää, miten tavoitteeseen pyritään.³⁴ Myös Pönkä on todennut yhtiön edun samaistuvan kaikkien osakkeenomistajien etuun.³⁵

Valtavirtayhtiöoikeutta edustavassa kirjallisuudessa osakkeenomistajien etu on ymmärretty voitontuottamistarkoituksen kautta.³⁶ Collin on esittänyt, että yhtiön etua ja voitontuottamistarkoitusta arvioitaessa osakkeenomistajat tulisi nähdä abstraktina kollektiivina, jonka etu ja yhtiöön liittyvät odotukset mukautuvat OYL 1:5:n voitontuottamistarkoitukseen, koska laajasti omistetussa yhtiössä johto ei pysty huomioimaan kaikkien osakkeenomistajien henkilökohtaisia preferenssejä. Edelleen hän on esittänyt, että tulisi harkita yhtiön voitontuottamistarkoituksen kohdistamista suoraan osakkeeseen osakkeenomistajien sijaan. Suoraan osakkeeseen kohdistettu voitontuottamistarkoitus irrottaisi osakkeen ja sille annetut oikeudet kulloisenkin osakkeenomistajan henkilökohtaisista preferensseistä.³⁷

Suunnatun osakeannin toteuttamisen yhteydessä tulee usein arviotavaksi kysymys siitä, että tietyt osakkeenomistajat saattavat saada etua muiden osakkeenomistajien kustannuksella. Osakkeenomistajien kustannuksella syntyvä etu ei ole välttämättä epäoikeutettua, jos sillä on yhtiön kannalta liiketaloudellisesti hyväksyttävä syy. Tällöin punninta on tehtävä yhtiön edun ja yhdenvertaisuusperiaatteen välillä.³⁸

Korkeimman oikeuden ratkaisussa KKO 2018:19 oli kyse suunnatun osakeannin hyväksyttävyydestä. Tapauksessa osakeantia käytettiin tavalla, jonka seurauksena enemmistöosakkeenomistaja pystyi käynnistämään OYL 18 luvun mukaisen vähemmistöosakkeiden lunastusmenettelyn. Kyseisessä annissa osakkeet merkittiin käypään hintaan ja lunastusraja olisi voitu saavuttaa myös muilla järjestelyillä kuin suunnatulla osakeannilla.³⁹ Taustalla vaikutti myös erinäisiä yhtiön liiketoiminnan erityispiirteisiin

³⁴ Villa 2017, s. 332–340.

³⁵ Pönkä 2013, s. 215–229.

³⁶ Collin 2020, s. 69–74.

³⁷ Collin 2020, s. 71–72.

³⁸ Pönkä 2012, s. 320; KKO 2018:19, kohta 30.

³⁹ Esimerkiksi listayhtiöstä tehdyn julkisen ostotarjouksen jälkeen voi muodostua tilanne, jossa ostotarjouksen tehnyt taho omistaa yhtiön osakkeista ja äänistä hiukan alle 90 prosenttia. Tällaisessa tilanteessa suuri osakkeenomistaja voisi käyttää valtaansa yhtiössä ja viedä yhtiökokouksen päätettäväksi esimerkiksi päätöksen osakeannista, jolla vähemmistöomistuksia saataisiin mahdollisesti laimennettua, sekä ehdottaa muita toimia, kuten nimittää itselleen mieluisia henkilöitä yhtiön hallitukseen, ehdottaa kotipaikan siirtoa sekä ehdottaa yhtiöjärjestykseen muutoksia, joilla vähemmistöosakkeenomistajan asema yhtiössä käy epämieluisaksi.

liittyviä kysymyksiä. Tapausta on käsitelty melko runsaasti oikeuskirjallisuudessa, eikä sen sisältöä ole tarpeen tai mahdollista referoida yksityiskohtaisesti tämän artikkelin yhteydessä.⁴⁰ Ratkaisu KKO 2018:19 on erityispiirteistään johtuen vaikeasti yleistettävä, mutta tämän artikkelin kannalta olennaista on, että korkeimman oikeuden mukaan ”jos suunnatulle osakeannille on yhtiön kokonaisedun kannalta todellinen painava taloudellinen syy, lähtökohtana voidaan yleensä pitää, että anti ei loukkaa myöskään yhdenvertaisuusperiaatetta. Yhtiön edun mukainen toimi on nimittäin lähtökohtaisesti kaikkien osakkeenomistajien yhteisen edun mukainen.”⁴¹ Korkein oikeus tarkasteli vähemmistöosakkeenomistajien asemaa ennen kaikkea sen kautta, että laimenemisvaikutus oli vähäinen (0,5 prosenttia) ja osakkeista maksettiin käypä hinta, joten osakkeenomistajien taloudellinen asema ei heikentynyt.⁴²

Ratkaisusta KKO 2018:19 edellä esitetty tarkoittaa ensinnäkin sitä, että korkein oikeus käytännössä tarkasteli osakkeiden etua eikä osakkeenomistajien etua. Järjestelyä pidettiin yhtiön edun mukaisena, koska se edisti voitontuottamistarkoitusta osakkeenomistajille riippumatta siitä, kuka omistaa tai tulee omistamaan kyseiset osakkeet. Järjestelyä välittömästi seuranneessa vähemmistöosakkeiden lunastusmenettelyssä yksi osakkeenomistaja menetti osakeomistuksensa. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että korkein oikeus kiinnitti tosiasiaa huomiota osakkeiden etuun ikään kuin irrottaen osakkeet omistajistaan. Tämä on sinänsä sovitettavissa edellä esitettyyn ajatteluun yhtiön ja sen kaikkien osakkeenomistajien edusta.⁴³ Toinen olennainen huomio on, että osakkeenomistajan tasolla huomiota kiinnitettiin hänen taloudelliseen asemaansa (vähäinen laimentumisvaikutus ja osakkeista maksettu käypä merkintähinta).

Oman kysymyksensä kuitenkin muodostaa se, että kuinka paljon suunnatun osakeannin on edistettävä yhtiön voitontuottamiskykyä täyttääkseen

⁴⁰ Katso ratkaisusta tarkemmin oikeuskirjallisuudessa esimerkiksi Vahtera 2018; Villa 2018.

⁴¹ KKO 2018:19, kohta 30.

⁴² KKO 2018:19, kohdat 32 ja 36.

⁴³ Tapausta voidaan kritisoida siitä, että tosiasiaa kyse oli kielletystä osakeomistuksen betonoinnista (eli pyrkimyksestä turvata tietyn osakkeenomistajan asema), joka katsottiin hyväksyttäväksi osin sen takia, että saman lopputuloksen olisi voinut saavuttaa myös muilla keinoin. Lisäksi tapausta voidaan kritisoida siksi, että voitontuottamistarkoituksen edistäminen oli tapauksessa kytköksissä tosiasiaa siihen, ketkä jäivät yhtiön osakkeenomistajiksi suunnattua osakeantia seuranneen lunastusmenettelyn jälkeen. Yksityisomistuksen poistamista pidettiin tärkeänä, jotta yhtiö voisi toimia kaupungin ja kuntien omistamana hankintalainsäädännössä tarkoitettuna sidosryhmäyksikkönä (Länsi-Uudenmaan käräjäoikeus, asia L 13/4894, tuomio 11.9.2013, s. 14–15). Korkeimman oikeuden ratkaisussa on tapauksen erityispiirteiden vuoksi looginen ristiriita.

painavan taloudellisen syyn vaatimuksen. Jo vanhastaan on katsottu, ettei mikä tahansa sinänsä hyväksyttävä liiketaloudellinen syy ole painava taloudellinen syy.⁴⁴ Tämän voi katsoa olleen myös lainsäätäjän tarkoitus, koska osakeyhtiölaissa edellytetään nimenomaisesti painavan taloudellisen syyn eikä taloudellisen syyn olemassaoloa. Edelleen lainsäätäjä on tehnyt eron painavan taloudellisen syyn ja erityisen painavan taloudellisen syyn välille (OYL 9:4.1). Lainsäätäjä on myös antanut osakkeenomistajille lähtökohtaisen merkintäetuoikeuden, jota ei pitäisi voida tehdä tyhjäksi vetoamalla vähäiseen voitontuottamistarkoituksen edistämiseen.

Kysymys muuttuu vaikeammaksi heti, jos suunnatussa osakeannissa osakkeita tarjotaan merkittäväksi kaupankäyntihintaa matalammalla merkintähinnalla. Korkein oikeus painotti ratkaisussa KKO 2018:19 suunnatun osakeannin hyväksyttävyyttä arvioidessaan sen vähäistä vaikutusta annin ulkopuolelle jääneen osakkeenomistajan taloudelliseen asemaan. Tästä päästään loogiseen johtopäätökseen, että suunnatun osakeannin hyväksyttävyyttä arvioitaessa on osakeyhtiölain yksityiskohtaisen säännöksen mukaisesti kiinnitettävä erityistä huomiota merkintähinnan ja käyvän hinnan väliin suhteeseen (OYL 9:4.1) kuin myös osakeomistuksen laimenemisesta johtuvaan muutokseen osakkeenomistajien taloudellisessa asemassa. Juuri tätä on korostettu lain esitöissä, joiden mukaan on kiinnitettävä huomiota merkintähintaan, vaikka osakeanti olisi yhtiön edun mukainen. Näin siksi, koska suunnatun annin alihintaisuus yleensä tuottaa osakkeiden saajille etua niiden osakkeenomistajien kustannuksella, joiden etuoikeudesta poiketaan.⁴⁵

Tämä ei tarkoita, etteikö suunnattu osakeanti voisi olla alihintainen. Tyyppillinen esimerkki hyväksyttävästä alihintaisesta osakeannista on henkilöstön kannustinjärjestelmään liittyvä suunnattu osakeanti.⁴⁶ Listayhtiöiden kontekstissa voidaan myös ajatella tietynasteisen osakeannin alihintaisuuden olevan melkein välttämätöntä arvopaperimarkkinoilla toimiville yhtiöille. Sijoittajille on annettava jokin kannustin merkitä osakeannissa osakkeita, koska muuten he voisivat ostaa osakkeita markkinoilta. Toki merkittäväällä osakkeenomistajalla voi olla kannustin pääomittaa yhtiötä, jos yhtiötä uhkaa maksukyvyttömyys. Tällöin osakkeenomistajan kannustin syntyy halusta estää osakesijoituksensa muuttuminen arvottomaksi.

Tällöin on loogista tarkastella, edistääkö suunnattu osakeanti yhtiön voitontuottamiskykyä riittävästi kompensoidakseen mahdollisen alihintaisuuden ja laimentumisen vaikutukset osakkeenomistajille. Vahteraa lainaten kyse on ”pitkälti sen arvioimisesta, vastaako yhtiön toimintaedellytysten

⁴⁴ Af Schultén 2003, s. 275.

⁴⁵ HE 109/2005 vp, s. 103.

⁴⁶ HE 11/1992 vp, s. 14–15.

paraneminen kaikkien osakkeenomistajien näkökulmasta suunnatun annin laimennusvaikutusta tavalla, joka on objektiivisesti arvioiden perusteltu”.⁴⁷ Tällöin suunnatun osakeannin on parannettava yhtiön toimintaedellytyksiä siinä määrin, että se vastaa osakkeenomistajan suhteellisen omistussuuden pienenemistä. Yhtiön osakekohtaisen voitontuottamiskyvyn voidaan edellyttää parantuvan suunnatun osakeannin myötä. Hyötyjen on toisin sanoen kompensoitava osakkeenomistajille tuleva haitta, vaikkakin tämän arviointi on käytännössä haasteellista ja pitkälti tapauskohtaista.⁴⁸

Lisäksi suunnatun osakeannin toteuttamisedellytyksiä on arvioitava erityisen tarkasti tilanteessa, jossa annettavia osakkeita merkitään yhtiön lähipiiriin tai merkittäviin osakkeenomistajiin kuuluvien toimesta. Tällaiseen tilanteeseen liittyy lähtökohtaisesti riski osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden loukkauksesta tai merkittävän osakkeenomistajan suhteellisen omistuksen säilyttämisestä edellä kuvatun betonointikiellon vastaisesti. Tällaisessa tilanteessa merkittävien osakkeenomistajien osallistumista antiin ei ole pidettävä kategorisen kiellettyinä, jos esimerkiksi anti suunnataan useille institutionaalisille sijoittajille, jollainen myös kyseinen osakkeenomistaja on. Uhkaavan maksukyvyttömyyden alla suunnattu osakeanti suurille osakkeenomistajille saattaa olla ainoa keino kerätä riittävän nopeasti pääomaa yhtiölle. Kuitenkin näissä tilanteissa on syytä varmistua siitä, että anti toteutetaan käypään hintaan. On myös syytä välttää annin toteuttamista betonointikiellon vastaisesti siten, että antiin osallistuvien osakkeenomistajien suhteellinen osakeomistus säilyy muuttumattomana tai kasvaa, jos antiin osallistuu myös yhtiön ulkopuolisia sijoittajia.⁴⁹

Nopeutettua tarjousmenettelyä voi pääsääntöisesti pitää riittävänä hinnanmuodostusmekanismina, jos hinta muodostuu siinä selkeästi kysynnän ja tarjonnan perusteella. Edellytys kuitenkin on, että tarjousmenettely on riittävän laaja suhteessa kerättävään rahamäärään. Huomiota on myös kiinnitettävä siihen, keitä tarjousmenettelyyn osallistuu ja millaisessa tilanteessa tarjousmenettely toteutetaan. Hinnanmuodostus ei välttämättä ole markkinaehtoista, jos tarjousmenettelyssä on oltu yhteydessä vain muutamiin kiinnostuneisiin sijoittajiin, joiden kaikkien merkintäsitoumukset hyväksytään täysimääräisinä. Sen sijaan hinnanmuodostus on lähtökohtaisesti markkinaehtoista tilanteessa, jossa tarjousmenettelyssä on mukana useita kiinnostuneita sijoittajia eikä kaikkien sijoittajien merkintäsitoumuksia hyväksytä lainkaan tai niitä ei hyväksytä täysimääräisesti.

⁴⁷ Vahtera 2011, s. 250–252.

⁴⁸ Vahtera 2011, s. 250–252; Pönkä 2012, s. 367.

⁴⁹ Airaksinen – Rasinaho – Pulkkinen 2021, kohta Edellytykset suunnatusta osakeannista päättämislle.

Otettaessa kantaa painavan taloudellisen syyn olemassaoloon voisi todeta, että suunnatun osakeannin hyväksyttävyyttä arvioitaessa ei ole niinkään olennaista osakeannin käyttötarkoitus itsessään. Olennaisempia ovat käyttötarkoituksen yhtiön ja sen kaikkien osakkeenomistajien edun mukaisuus, käyvän hinnan ja merkintähinnan välinen erotus sekä tapa, jolla käypää hintaa on arvioitu painavan taloudellisen syyn olemassaoloa päätettäessä.⁵⁰ Tasapainoilu tapahtuu myös vähemmistönsuojan ja päätöksentekoa määrittävän enemmistöperiaatteen välillä.

Osakeyhtiölakia säädettäessä kysymys suunnatun osakeannin käyttötarkoitusten ja -edellytysten arvioinnin osalta on jätetty avoimeksi, joten punninta painavan taloudellisen syyn olemassaolosta on tehtävä tapauskohtaisesti. Punnintaan vaikuttavat yhtiökohtaiset olosuhteet ja erityispiirteet. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, ettei ole mahdollista mallintaa etukäteen hyväksyttäviä suunnatun osakeannin käyttötarkoituksia tai määrittää etukäteen kaavamaisesti, kuinka suuri alennus suunnatussa osakeannissa voidaan antaa kaupankäyntihintaan verrattuna. Tällöin vähemmistönsuojan toteutumisen kannalta korostuu osakkeenomistajien mahdollisuus saada riittävät tiedot suunnatun osakeannin perusteista.⁵¹ Painavan taloudellisen syyn vaatimuksen sisällön voidaan katsoa olevan dynaaminen käsite, joka saa sisältönsä tapauskohtaisesta kontekstista.

3 ESITEASETUKSEN OHJAUSVAIKUTUS JA OSAKEANNIN TOTEUTTAMINEN NOPEUTETUSSA TARJOUSMENETTELYSSÄ

3.1 Esiteasetuksen ohjausvaikutus

Suunnattuja osakeanteja koskevassa keskustelussa on syytä hahmottaa arvopaperimarkkinoihin liittyvän sääntelyn ohjausvaikutus. Vaikka OYL 9:3:n mukaisen pääsäännön mukaan yhtiön tulisi toteuttaa osakeanti merkintäetuoikeusantana, tarkastelujaksolla voimassa ollut arvopaperimarkkinaoikeudellinen sääntely vaikuttaa ohjanneen toteuttamaan osake-

⁵⁰ Huolellisesti toimivan yhtiön hallituksen tulisi nopeutetusta tarjousmenettelystä päättäessään varmistaa, että hinta on määräytynyt riittävän usean tahon antaman tarjouksen perusteella, sekä arvioitava sitä suhteessa merkintäetuoikeusannin toteuttamiseen. Päätöksenteossa yhtiön hallituksen tulisi ottaa huomioon nopeutetun tarjousmenettelyn järjestävän investointipankin sekä mahdollisten muiden neuvonantajien perusteltu näkemys hinnasta sekä arvio mahdollisuudesta kerätä varoja merkintäetuoikeusannilla.

⁵¹ Katso jäljempänä alaluku 5.2 informaation merkityksestä arvopaperimarkkinoilla.

annin useissa tilanteissa suunnattuna osakeantina. Keskeinen syy liittyy EU:n esiteasetuksessa⁵² ja arvopaperimarkkinalain (746/2012, AML) 3 luvussa säädettyyn lähtökohtaiseen velvollisuuteen laatia esite silloin, kun osakkeita tarjotaan yleisölle. Tarkastelujaksolla 20.7.2017 alkaen merkintä-etuoikeusannin tekeminen on edellyttänyt listayhtiölle esitteen laatimista, jos (i) listayhtiöillä on enemmän kuin 150 osakkeenomistajaa, (ii) listayhtiön osakkeenomistajat eivät ole yksinomaan kokeneita sijoittajia, (iii) annilla on tavoiteltu vähintään 8 miljoonan euron varoja ja (iv) tarjottavien osakkeiden osuus on ollut enemmän kuin 20 prosenttia⁵³ kaupankäynnin kohteena jo olevien osakkeiden lukumäärästä.⁵⁴

Edellä mainitut raja-arvot vastaavat tarkastelujakson viimeisten vuosien esitesääntelyä. On syytä huomauttaa, että raja-arvoja on vuosien varrella tarkistettu ylöspäin. Lisäksi osana EU:n pääomamarkkinaunionia koskevaa uutta toimintasuunnitelmaa⁵⁵ Euroopan komissio antoi 7. joulukuuta 2022 useista yksittäisistä lainsäädäntöehdotuksista koostuneen ehdotuksen pääomamarkkinoiden houkuttelevuuden lisäämiseksi yrityksille EU:ssa sekä pienten ja keskisuurten yritysten listautumisen helpottamiseksi. Kyseinen lainsäädäntöpaketti tunnetaan nimellä EU Listing Act. Valtaosa EU Listing Act -lainsäädäntöpaketin muutosehdotuksista koski esiteasetuksen, markkinoiden väärinkäyttöasetuksen⁵⁶ ja niin sanotun MiFID 2 -direktiivin⁵⁷ muuttamista,⁵⁸ mutta lainsäädäntöpaketti sisälsi myös ehdotuksen direktiiviksi moniääniosakerakenteiden sallimisesta yrityksille, jotka hakevat osakkeidensa kaupankäynnin kohteeksi ottamista pk-yritysten kasvumark-

⁵² Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus 2017/1129/EU, annettu 14 päivänä kesäkuuta 2017, arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla ottamisen yhteydessä julkaistavasta esitteestä ja direktiivin 2003/71/EY kumoamisesta (ETA:n kannalta merkityksellinen teksti) (esiteasetus). EUVL L 168, 30.6.2017, s. 12–82.

⁵³ EU Listing Act -sääntelypaketin myötä tekstissä mainittu 20 prosentin esiteraja nousi 30 prosenttiin 4.12.2024.

⁵⁴ Katso AML 3:2, AML 3:3 ja esiteasetuksen 1 ja 3 artikla.

⁵⁵ COM(2020) 590 final.

⁵⁶ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 596/2014, annettu 16 päivänä huhtikuuta 2014, markkinoiden väärinkäytöstä (markkinoiden väärinkäyttöasetus, MAR) sekä Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY ja komission direktiivien 2003/124/EY, 2003/125/EY ja 2004/72/EY kumoamisesta (ETA:n kannalta merkityksellinen teksti). EUVL L 173, 12.6.2014, s. 1–61.

⁵⁷ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/65/EU, annettu 15 päivänä toukokuuta 2014, rahoitusvälineiden markkinoista sekä direktiivin 2002/92/EY ja direktiivin 2011/61/EU muuttamisesta (uudelleenlaadittu) (ETA:n kannalta merkityksellinen teksti) (MiFID 2 -direktiivi). EUVL L 173, 12.6.2014, s. 349–496.

⁵⁸ COM(2022) 760 final; COM(2022) 762 final.

kinalla.⁵⁹ Esiteasetuksen ja markkinoiden väärinkäyttöasetuksen muutosasetus (EU) 2024/2809⁶⁰ julkaistiin EU:n virallisessa lehdessä 14.11.2024. Esiteraja on 5.6.2026 alkaen 12 miljoonaa euroa, ellei jäsenvaltio päättä soveltaa matalampaa 5 miljoonan euron raja-arvoa.⁶¹ Lisäksi muutosasetus sisältää useita poikkeuksia ja helpotuksia esitteen laatimisvelvollisuuteen kuin myös esitteen sisältövaatimukseen liittyviä kevennyksiä.

Esitteen laatiminen on yhtiöille kallis, aikaa vievä ja työläs prosessi. Etenkin pienemmille yhtiöille esitteen laatimisen kustannukset ovat usein korkeita suhteessa kerättävään pääomaan. Osakeannin toteuttaminen nopeutetussa tarjousmenetellessä suunnattuna antina näyttäytyy listayhtiöille usein houkuttelevana vaihtoehtona.⁶² Tavanomaisesti esitteen laatimiseen ja esitetarkastukseen menee aikaa vähintään kahdesta kolmeen kuukauteen ja se sitoo yhtiön johdon resursseja. Koska yleisölle suunnatun annin valmisteluun menee aikaa, voi tämä olla yhtiön tai annin toteuttamisen kannalta haastavaa, jos varoja tarvitaan nopeasti tai markkinoilla on epävarmuustekijöitä, jotka voivat vaikuttaa osakkeiden kysyntään merkintäetuoikeusannissa. Tarjoamalla osakkeita suunnatussa osakeannissa alle 150 sijoittajalle tai ainoastaan esiteasetuksessa tarkoitetuille kokeneille sijoittajille⁶³ yhtiö voi toteuttaa osakeannin nopealla aikataululla ilman velvollisuutta laatia ja julkistaa esite.

⁵⁹ COM(2022) 761 final.

⁶⁰ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2024/2809, annettu 23 päivänä loka-kuuta 2024, asetusten (EU) 2017/1129, (EU) N:o 596/2014 ja (EU) N:o 600/2014 muuttamisesta unionin julkisten pääomamarkkinoiden houkuttelevuuden lisäämiseksi yritysten kannalta ja pienten ja keskisuurten yritysten pääoman saannin helpottamiseksi (ETA:n kannalta merkityksellinen teksti). EUVL L 2024/2809, 14.11.2024.

⁶¹ Tämän artikkelin kirjoitushetkellä lausuntokierroksella olevan hallituksen esityksen luonnoksen mukaan alemmaa esitteen julkistamisrajaa koskevaa jäsenvaltio-optiota ei ehdoteta otettavaksi käyttöön Suomessa. Luonnos hallituksen esitykseksi eduskunnalle Euroopan unionin listautumissäädöksen täytäntöönpanoa koskevaksi lainsäädännöksi, s. 28.

⁶² Katso esitteen laatimiskustannuksista esimerkiksi Listing Act -lainsäädäntöpaketin vaikuttavuusarvioinnissa esitetty. SWD(2022) 762 final, s. 119–122.

⁶³ Esiteasetuksen 2 artiklan e) kohdan mukaan ”kokeneilla sijoittajilla” tarkoitetaan henkilöitä tai yhteisöjä, jotka luetaan direktiivin 2014/65/EU liitteessä II olevan I jakson 1–4 kohdassa, ja henkilöitä tai yhteisöjä, joita kohdellaan pyynnöstä ammattimaisina asiakkaina kyseisessä liitteessä olevan II jakson mukaisesti tai joita pidetään hyväksyttävänä vastapuolina direktiivin 2014/65/EU 30 artiklan mukaisesti, jolleivät ne ole tehneet sopimusta siitä, että niitä kohdellaan muina kuin ammattimaisina asiakkaina kyseisessä liitteessä olevan I jakson neljännen kohdan mukaisesti.

3.2 Osakeannin toteuttaminen ilman esitettä nopeutetussa tarjousmenettelyssä

Nopeutetussa tarjousmenettelyssä osakeannin tarjouskirjan kerääminen toteutetaan muutamissa tunneissa kahden kaupankäyntipäivän välissä. Tyypillisesti yhtiön hallitus tekee päätöksen tarjouskirjan keräämisen käynnistämistä kaupapaikan sulkeutuessa (Helsingissä kello 18.30). Päätös annin toteuttamisesta ja osakkeiden allokaatiosta tehdään joitakin tunteja myöhemmin tai viimeistään seuraavana aamuna ennen kaupankäynnin alkua, kun tarjouskirja on kerätty. Yhtiön hallitus tekee päätöksen osakeannista yhtiökokouksen antaman antivaltuutuksen perusteella.

Tarjouskirjan kerääminen onnistuu nopeasti, koska osakeannin järjestäjänä toimiva investointipankki selvittää potentiaalisten sijoittajien kiinnostusta osakkeiden merkitsemiseen ja voi myös kerätä merkintäsitoumuksia jo ennen nopeutetun tarjousmenettelyn aloittamista. Näin ollen investointipankilla on usein hyvä etukäteinen käsitys osakkeiden kysynnästä ja merkintähinnoista. Osakeannin toteuttaminen nopeutetussa tarjousmenettelyssä on nopeaa myös siksi, että osakeanti suunnataan vain rajatulle joukolle kokeneita ammattimaisia sijoittajia. Näiltä sijoittajilta investointipankki on saanut usein jo etukäteen alustavan sitomattoman ilmoituksen ehdoista (muun muassa merkintähinnan), joilla sijoittaja olisi valmis merkitsemään osakkeita osakeannissa. Suunnatun osakeannin toteuttamisen nopeutetussa tarjousmenettelyssä mahdollistaa myös se, ettei OYL 9:5.3:n mukaan suunnatussa osakeannissa tarvitse noudattaa vähintään kahden viikon merkintäaikaa, jota on noudatettava merkintäoikeusannissa.

Voimassa olevan AML 3:1:n ja 3:2:n säännösten mukaan arvopapereita yleisölle tarjoavan on laadittava esite, jos arvopapereita tarjotaan Euroopan talousalueella 12 kuukauden aikana yhteenlasketulta arvoltaan yli 8 miljoonan euron edestä.⁶⁴ Osakeanti voidaan kuitenkin toteuttaa ilman esitettä, jos anti täyttää jonkin esiteasetuksen 1(4) artiklan poikkeamisperusteista. Tavanomaisesti anti toteutetaan nopeutetussa tarjousmenettelyssä nojautuen joko esiteasetuksen 1(4) artiklan (a) alakohdan poikkeamisperusteeseen, jonka mukaisesti esitettä ei tarvitse laatia, jos osakkeita tarjotaan merkittäväksi yksinomaan kokeneille sijoittajille, taikka vaihtoehtoisesti nojautuen esiteasetuksen 1(5) artiklan (b) alakohdan poikkeamisperusteeseen, jonka

⁶⁴ Mikäli tarjottavien arvopapereiden yhteenlaskettu määrä on 12 kuukauden aikana enintään 8 miljoonaa euroa mutta yli 1 000 000 euroa, on laadittava perustietoasiakirja. Esiteasetuksen ja markkinoiden väärinkäyttöasetuksen muutosasetuksen mukaan raja-arvo on jatkossa 12 miljoonaa euroa, ellei jäsenvaltio päättä soveltaa matalampaa vähintään 5 miljoonan euron raja-arvoa.

mukaisesti esitettä ei tarvitse laatia, jos osakkeita tarjotaan merkittäväksi kutakin jäsenvaltiota kohti laskettuna alle 150 sijoittajalle, jotka eivät ole kokeneita sijoittajia.⁶⁵ Listayhtiöllä voi olla tuhansia osakkeenomistajia, joista merkittävä osa ei ole esiteasetuksen tarkoittamia kokeneita sijoittajia. Koska listayhtiöllä on oltava muitakin kuin ammattimaisia sijoittajia ja listayhtiöllä tulee pääsääntöisesti olla enemmän kuin 150 osakkeenomistajaa,⁶⁶ on osakeanti toteutettava käytännössä suunnattuna, jotta edellä mainitut poikkeukset esitteen laatimisvelvollisuudesta soveltuisivat.

Sääntelyssä edellytetään esitteen julkistamista myös siinä tapauksessa, että arvopapereita haetaan otettavaksi kaupankäynnin kohteeksi säänneltylle markkinalle. Koska mahdollisuus käydä kauppaa osakkeilla jälkimarkkinoilla on sijoittajille usein keskeinen edellytys sijoituksen tekemiselle, haetaan osakeannissa annettavien osakkeiden ottamista kaupankäynnin kohteeksi pörssiin lähes poikkeuksetta mahdollisimman pian suunnatun osakeannin toteuttamisen jälkeen. Esitettä ei kuitenkaan tarvitse laatia, jos osakkeet ovat samanlaisia kuin yhtiön samalla säänneltyllä markkinalla kaupankäynnin kohteena jo olevat arvopaperit edellyttäen, että niiden osuus pörssissä kaupankäynnin kohteena jo olevien osakkeiden lukumäärästä on alle 30 prosenttia⁶⁷ 12 kuukauden ajanjaksolla. Säännöksen takia nopeutetuissa tarjousmenettelyissä toteutetuissa osakeanneissa

⁶⁵ Tässä yhteydessä on syytä huomauttaa, että edellä mainittu kuvaus esiteasetuksen poikkeamisperusteista on kuvaus tarkastelujakson loppupuolella voimassa olleesta oikeus-tilasta. Esiteasetus annettiin vuonna 2017, ja se tuli sovellettavaksi vuonna 2019. Tällä kodifioitiin aiempi direktiivipohjainen esitesääntely. Edellä mainitulla esiteasetuksen ja markkinoiden väärinkäyttöasetuksen muutosasetuksella on niin kevennetty esitevaatimuksia sisällöllisesti kuin laajennettu poikkeamisperusteiden soveltamisalaa.

⁶⁶ Kirjoitushetkellä Nasdaq Helsinki Oy:n pörssin sääntöjen kohdan 2.13.2 (b) mukaan pörssin päälliställä olevan yhtiön osakkeista vähintään 25 prosenttia (free float) tulisi olla yleisön hallussa ja yhtiöllä tulisi olla lähtökohtaisesti vähintään 500 osakkeenomistajaa, jos yhtiö ei käytä likviditeetin tarjoajaa, jolloin Pörssi voi katsoa 300 osakkeenomistajan riittävän. First North Growth Marketin sääntöjen kohdan 2.3.5 (b) ii mukaan osakkeista vähintään 10 prosentin tulisi olla yleisön hallussa ja yhtiöllä tulisi olla lähtökohtaisesti vähintään 300 osakkeenomistajaa, jos yhtiö ei käytä likviditeetin tarjoajaa, jolloin Pörssi voi katsoa 100 osakkeenomistajan riittävän. Artikkelin kirjoitushetkellä lausuntokierroksella olevan hallituksen esityksen luonnoksen mukaan oltaisiin ottamassa käyttöön Listing Actiin sisältyvä kansallinen liikkumavara, jonka mukaan jäsenvaltio voi edellyttää, että säännelty markkina (Helsingin pörssin päällistä) ottaa käyttöön Listing Actin 10 prosentin free float -vaatimukselle vaihtoehtoisen vaatimuksen kaupankäynnin kohteeksi ottamista koskevalle hakemukselle. Listing Actin kansallisen täytäntöönpanon myötä free float -vaatimus vaikuttaa kuitenkin keventyvän kirjoitushetkellä voimassa olevasta 25 prosentin free float -vaatimuksesta. Luonnos hallituksen esitykseksi eduskunnalle Euroopan unionin listautumissäädöksen täytäntöönpanoa koskevaksi lainsäädännöksi, s. 31–32.

⁶⁷ Raja-arvo oli 20 prosenttia 4.12.2024 saakka, jota edeltävältä ajalta tämä artikkelin tutkimusaineisto on.

tyypillisesti tarjotaan sijoittajille merkittäväksi osakkeita määrä, joka jää edellä mainitun esitteen laatimisvelvollisuuden laukaisevan raja-arvon alle, vaikka yhtiökokouksen yhtiön hallitukselle myöntämä antivaltuutus mahdollistaisi hallituksen päättämään edellä mainittua rajaa suuremmastakin suunnatusta osakeannista. Nopeutetussa tarjousmenettelyssä toteutettaville aneille on tunnusomaista esitepoikkeuksien hyödyntäminen.

4 TIEDOTTAMINEN SUUNNATUSSA OSAKEANNISSA JA ARTIKKELISSA TARKASTELLUT OSAKEANNIT

4.1 Ensimmäinen ja toinen pörssi- tai yhtiötiedote

Nopeutetussa tarjousmenettelyssä toteutettavaa suunnattua osakeantia koskeva tieto on sisäpiiritietoa⁶⁸, joka on julkistettava MAR 17(1) artiklan edellyttämällä tavalla mahdollisimman nopeasti. Osakkeiden määrää ja rekisteröintiä koskevat tiedot, joista tiedotetaan nopeutetun tarjousmenettelyn jälkeen, on julkistettava pörssin sääntöjen edellyttämällä tavalla.⁶⁹ Sisäpiiritietoa ovat tieto osakeannin valmistelusta ja yhtiön aikomuksesta järjestää osakeanti sekä myös tieto osakeannin lopputuloksesta. Käytännössä yhtiön tulee siten julkistaa yhteensä kaksi antiin liittyvää sisäpiiritiedotetta eli tiedottaa sekä osakeannin järjestämisestä että sen tuloksesta.⁷⁰ Lisäksi suunnatun osakeannin toteuttamisen jälkeen julkistetaan vielä tiedote suunnatussa osakeannissa merkittyjen uusien osakkeiden rekisteröimisestä kaupparekisteriin ja yhtiön osakkeiden kokonaismäärästä rekisteröinnin jälkeen.

Osakeannin toteuttamisen turvaamiseksi yhtiö säännönmukaisesti lykkää osakeannin järjestämistä koskevan tiedon julkistamista osakeannin valmiste-

⁶⁸ Sisäpiiritiedolla tarkoitetaan MAR 7(1) artiklan mukaan ”luonteeltaan täsmällistä ja julkistamatonta tietoa, joka liittyy suoraan tai välillisesti yhteen tai useampaan liikkeeseenlaskijaan taikka yhteen tai useampaan rahoitusvälineeseen ja jolla, jos se julkistettaisiin, todennäköisesti olisi huomattava vaikutus kyseisten rahoitusvälineiden hintoihin tai niihin liittyvien rahoitusjohdannaisien hintaan”. Sisäpiiritiedon määritelmä on moniulotteinen, eikä tässä artikkelissa ole mahdollisuutta tarkastella yksityiskohtaisesti sisäpiiritiedon määritelmää. Tarkemmin sisäpiiritiedosta yritysjärjestelyiden kontekstissa katso esimerkiksi Sedbom 2017, s. 838–863.

⁶⁹ Nasdaq Helsinki, Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille, kohta 3.7; Nasdaq First North Growth Market Rulebook for Issuers of Shares, kohta 4.2.5.

⁷⁰ Huomautamme, että EU Listing Act -lainsäädäntöpaketin yhteydessä annetun esiteasetuksen ja markkinoiden väärinkäyttöasetuksen muutosasetuksella on pyritty täsmentämään sisäpiiritiedon käsitteen sisältöä sekä yksinkertaistamaan pitkäkestoisia menettelyitä koskevia julkistamisvelvoitteita. Näkemyksemme mukaan markkinoiden väärinkäyttöasetuksen muutoksilla ei ole olennaisia vaikutuksia nopeutetussa tarjousmenettelyssä toteutettavista osakeanneista tiedottamiseen, kun asiaa tarkastellaan tiedon julkistavan listayhtiön ulkopuolisesta perspektiivistä.

lun ajaksi ja julkistaa tiedon aikomuksestaan järjestää suunnattu osakeanti vasta juuri ennen nopeutetun tarjousmenettelyn aloittamista. Yhtiö voi lykätä sisäpiiritiedon julkistamista MAR 17(4) artiklan nojalla niin kauan kuin kaikki säännöksen mukaiset edellytykset sisäpiiritiedon lykkäämiselle täyttyvät. Kun yksikin lykkäämisen edellytyksistä lakkaa, on tieto julkistettava.⁷¹ Osakeantia koskevan tiedon julkistamisen lykkääminen on nopeutettujen tarjousmenettelyjen yhteydessä perusteltua, sillä antia koskevan tiedon vuotaminen markkinoille liian aikaisin saattaisi vaarantaa osakeannin toteuttamisen. Tämä johtuu siitä, että nopeutetuissa tarjousmenettelyissä toteutetut suunnatut annit johtavat tavanomaisesti yhtiön osakkeen kurssihinnan laskuun sen vuoksi, että nopeutetussa tarjousmenettelyssä annettavat uudet osakkeet voidaan tavanomaisesti merkitä alennuksella suhteessa kurssihintaan.

Tyypillisesti yhtiö julkistaa ensimmäisen pörssitiedotteen aikomuksestaan toteuttaa anti välittömästi ennen nopeutetun tarjousmenettelyn aloittamista. Tämä tapahtuu tavallisesti sen jälkeen, kun kyseisen päivän kaupankäynti yhtiön osakkeella on jo lakannut.⁷² Nopeutetussa tarjousmenettelyssä toteutettavaa suunnattua antia koskevien pörssi- tai yhtiötiedotteiden sisällöstä tai rakenteesta ei kuitenkaan ole yksityiskohtaista sääntelyä lukuun ottamatta Arvopaperimarkkinayhdistyksen antamaa tuoretta suositusta. Käytännössä yhtiöillä on ollut verrattain laaja tiedotteiden sisältöä koskeva harkintavalta sen puitteissa, että sisäpiiritiedoksi katsottava tieto tulee asianmukaisesti julkistetuksi. Aineiston perusteella ensimmäisen pörssi- tai yhtiötiedotteen sisällöstä näyttää muodostuneen suhteellisen vakiintunut markkinakäytäntö. Siinä julkistetaan tavanomaisesti seuraavat tiedot:

- (a) suunnitellun osakeannin suuruus (annissa annettavien uusien osakkeiden lukumäärä);
- (b) tieto siitä, että osakeanti toteutetaan suunnattuna osakeantina ja kenelle osakkeita tarjotaan merkittäväksi (institutionaalisille ja mahdollisesti muille ammattimaisille sijoittajille);
- (c) tieto yhtiökokouksen myöntämästä antivaltuutuksesta, jonka nojalla anti aiotaan toteuttaa;

⁷¹ Käytännössä kyse olisi tilanteesta, jossa tieto suunnitellusta nopeutetussa tarjousmenettelyssä toteutettavasta suunnattuna osakeannista vuotaisi markkinoille ennen aikaisesti, jolloin MAR 17(4) artiklan c) alakohdan mukainen sisäpiiritiedon luottamuksellisenä säilymisen edellytys ei enää täyty.

⁷² Helsingin pörssissä kaupankäynti loppuu kello 18.30, minkä vuoksi ensimmäinen pörssitiedote nopeutetussa tarjousmenettelyssä järjestettävästä suunnattuna annista julkistetaan useimmiten aikaisintaan kello 18.30 mutta viimeistään kello 19.00.

- (d) tieto osakeannin aikataulusta (annin alkamisajankohta ja milloin anti viimeistään päättyy);
- (e) tieto osakkeita ostavien ja mahdollisten muiden tahojen (kuten yhtiön, avainhenkilöiden tai mahdollisten osakkeita myyvien tahojen) luovutusrajoituksista (niin sanottu lock-up-sitoumus)⁷³ ja niiden kestosta;
- (f) tieto päivästä, jolloin osakkeet arviolta rekisteröidään kaupparekisteriin;
- (g) tieto osakeannissa tarjottavien osakkeiden hakemisesta kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle tai pk-yritysten kasvumarkkinalle ja päivämäärästä, jolloin julkisen kaupankäynnin osakkeilla arvioidaan alkavan;
- (h) tieto siitä, milloin yhtiön hallitus päättää osakeannissa tarjottavien osakkeiden lopullisen lukumäärän ja hinnan;
- (i) tieto siitä, myykö yhtiö tai jotkut sen osakkeenomistajista osakeannin yhteydessä yhtiön osakkeita,
- (j) perusteet osakeannin toteuttamiselle ja kuvaus aiotusta varojen käytöstä;
- (k) hallituksen katsoma painava taloudellinen syy poiketa osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta ja toteuttaa anti suunnattuna osakeantina ja
- (l) tieto annin järjestäjistä ja annissa mukana olevista oikeudellisista neuvonantajista.

Ensimmäisen osakeantia koskevan pörssi- tai yhtiötiedotteen osalta yksi keskeisimmistä tiedoista liittyy annin toteuttamisen perusteisiin ja siihen, miksi anti toteutetaan suunnattuna OYL 9:3:n mukaisesta olemassa olevien osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta poiketen. Toinen osakeantiin liittyvä pörssi- tai yhtiötiedote julkistetaan tyypillisesti lähes välittömästi osakeannin toteuttamisen jälkeen, kun hallitus on päättänyt hyväksyä

⁷³ Tavanomaisesti annissa sovitaan luovutusrajoituksista, joilla pyritään varmistamaan, ettei yhtiö tee välittömästi uutta antia. Lisäksi voidaan sopia, ettei merkittävä omistaja tai avainhenkilö myy osakkeita heti annin jälkeen. Lock-up-ehtoista on eri variaatioita, ja niiden pituus vaihtelee tavanomaisesti 90 päivästä 360 päivään. Lisäksi ne voivat olla sidotut myös esimerkiksi tietyn tuloslukituksen tekemiseen.

osakeannissa tehdyt merkinnät ja merkintähinnan. Osakeannin tulosta koskevan tiedotteen julkistamista ei voi lykätä, sillä lykkäämiselle ei ole MAR 17(4) artiklan mukaisia lykkäämisperusteita, joten tätä koskeva pörssi-tiedote on julkistettava aina MAR 17(1) artiklan mukaisesti mahdollisimman pian sen jälkeen, kun yhtiön hallitus on päättänyt tehtyjen merkintöjen hyväksymisestä ja merkintähinnasta.⁷⁴

Nopeutetussa tarjousmenettelyssä suunnattu osakeanti on nopeimmillaan mahdollista toteuttaa muutamissa tunneissa, jolloin pörssi- tai yhtiötiedote tulee usein julkistaa vielä osakeannin aloittamispäivän iltana.⁷⁵ Joka tapauksessa anti toteutetaan lähes aina niin, että annin tulosta koskeva pörssitiedote voidaan julkistaa ennen kuin kaupankäynti yhtiön osakkeella avautuu seuraavana päivänä pörssissä. Toisessa pörssi- tai yhtiötiedotteessa julkistetaan aineiston perusteella tavanomaisesti ainakin seuraavat tiedot:

- (a) osakeannissa liikkeeseen laskettujen uusien osakkeiden määrä sekä niiden osuus yhtiön kaikista osakkeista ennen osakeantia ja sen jälkeen;
- (b) osakeannilla kerättyjen varojen määrä (ennen palkkiota ja kuluja) ja käyttötarkoitus;
- (c) osakeannissa annettavien osakkeiden merkintähinta;
- (d) tieto päivästä, jolloin osakkeet arvioidaan rekisteröitävän kaupparekisteriin;

⁷⁴ MAR 17(1) artiklan mukaan liikkeeseenlaskijan on julkistettava sisäpiiritieto ”mahdollisimman pian”. Vaikka säännöksessä käytetty termi on epätasallinen, voidaan käytännössä kohtuullisena pitää aikaa, joka tiedotteen viimeistelyyn menee sen jälkeen, kun päätös annista on tehty. Yhtiön kannalta on usein selkeintä, että antia koskeva tiedote hyväksytään samassa hallituksen kokouksessa, jossa päätös annista ja annin allokaatiosta tehdään ja julkistetaan välittömästi tämän jälkeen. Katso velvollisuudesta julkistaa sisäpiiritieto mahdollisimman pian esimerkiksi Vantoruzzo – Mock 2022, s. 468–470. Suomessa vakiintuneen käytännön mukaan listayhtiön hallituksen päätös, jota koskeva tieto on sisäpiiritietoa, on julkistettava mahdollisimman pian eikä julkistamisessa voi odottaa esimerkiksi seuraavaan aamuun. Pörssin sääntöjen mukaan (liite B, kohta 15 b i.) tiedon julkistaminen mahdollisimman pian tarkoittaa sitä, että sisäpiiritiedon syntymisen ja sen julkistamisen välillä saa kulua vain hyvin vähän aikaa. Tavallisesti tiedon julkistamiseen ei tulisi kulua enempää aikaa kuin mitä tarvitaan tietojen kokoamiseen ja välittämiseen, mutta samalla on huolehdittava siitä, että tieto on valmista julkistettavaksi, jotta tiedottaminen voi olla riittävän kattavaa.

⁷⁵ Esimerkiksi Gofore Oyj:n 22.4.2021 nopeutetussa tarjousmenettelyssä toteutetussa suunnatussa annissa tiedote yhtiön aikomuksesta toteuttaa anti julkistettiin kello 19.00, yhtiön annin tulosta koskeva hallituksen kokous pidettiin myöhemmin samana iltana klo 21.45–22.25 ja annin tulosta koskeva pörssitiedote julkistettiin jo kello 23.00.

- (e) tieto päivämäärästä, jolloin osakeannissa merkittävät osakkeet arvioidaan toimitettavan sijoittajille arvo-osuusjärjestelmää ylläpitävän Euroclear Finland Oy:n kautta;
- (f) tieto päivämäärästä, jolloin julkisen kaupankäynnin uusilla osakkeilla arvioidaan alkavan ja
- (g) tieto siitä, merkitäänkö osakeannissa kerätyt varat osittain tai kokonaan yhtiön osakepääomaan taikka sijoitetun vapaan oman pääoman rahastoon.

Lisäksi tiedotteessa julkistetaan usein myös tieto siitä, kuinka paljon edullisempi uusien osakkeiden merkintähinta on suhteessa osakeantia edeltävään kurssihintaan.

4.2 Osakeannit, tarjottujen osakkeiden määrä ja merkintäalennus

Alla olevassa taulukossa on lueteltu artikkelia varten läpikäytyt osakeannit, niissä merkittyjen osakkeiden osuus yhtiön kaikista osakkeista ennen antia, merkintähinnan alennus osakeannissa suhteessa antia edeltäneeseen päätöskurssihintaan sekä annin koko.

Taulukko 1. Osakeannit, merkittyjen osakkeiden osuus yhtiön kaikista osakkeista ja merkintähinnan alennus.

#	Päivämäärä	Yhtiö	Merkittyjen osakkeiden osuus yhtiön kaikista osakkeista ennen osakeantia (%)	Alennus osakeantia edeltäneeseen päätöskurssihintaan (%) ⁷⁶	Annin koko (M€)
1	19.3.2010	Stonesoft Oyj	9,95	Päätöskurssi ei saatavilla	Ei mainittu tiedotteessa
2	17.5.2010	Technopolis Oyj	9,9	Päätöskurssi ei saatavilla	19,38
3	21.9.2010	Citycon Oyj	9,9	0,35	63,14

⁷⁶ Stonesoft Oyj:n ja Technopolis Oyj:n osakkeiden historiallisia hintatietoja ei ollut enää saatavilla. Molemmat yhtiöt ovat poistuneet pörssistä yritysjärjestelyjen seurauksena.

4	15.11.2010	PKC Group Oyj	9,95	Ei julkistettu tietoa annin toteuttamisesta ja ehdoista	Ei saatavilla
5	14.2.2011	Basware Oyj	9,98	5,2	27,73
6	4.9.2013	PKC Group Oyj	9,9	6,04	44,94
7	4.9.2014	Basware Oyj	9,98	2,9	43,22
8	14.12.2015	Pihlajalinna Oyj ⁷⁷	7,8	8,2	25,5
9	14.3.2016	Scanfil Oyj	9,99	15,49	17,15
10	20.6.2016	SSH Communications Security Oyj	9,4	1,80	8,02
11	15.6.2017	SSH Communications Security Oyj	9,8	8,88	6,97
Muutos sääntelyssä 20.7.2017 alkaen (esiteraja nousee 10 %:sta 20 %:iin) ⁷⁸					
12	25.10.2017	Nixu Oyj (First North)	11,6	7,14	9,75
13	14.6.2018	Caverion Oyj	7,36	6,46	60
Muutos sääntelyssä 1.1.2019 alkaen (esiteraja nousee 5 M€:sta 8 M€:oon) ⁷⁹					
14	24.4.2019	Revenio Oyj	9,8	4,05	42,3
15	26.5.2020	Herantis Pharma Oyj (First North)	13,1	7,36	6,83
16	11.6.2020	Nordic ID Oyj (First North)	12,8	10,09	0,59
17	11.2.2021	Faron Pharmaceuticals Oy (First North)	7,5	9,94	15
18	18.2.2021	Remedy Oyj (First North)	8,28	8,79	41,5

⁷⁷ Uusien osakkeiden lisäksi nopeutetussa tarjousmenettelyssä myytiin pääomistajien osakkeita. Pääomistajien myymiä osakkeita ei ole huomioitu yllä olevassa taulukossa.

⁷⁸ Taulukossa ensimmäiset 11 antia on toteutettu aikana, jolloin sääntely salli osakkeiden tarjoamisen ilman esitettä vain, jos osakkeiden lisäerä oli kooltaan vähemmän kuin 10 prosenttia samalajisten ja samalla säännellyllä markkinalla kaupankäynnin kohteena olevien osakkeiden lukumäärästä.

⁷⁹ Taulukossa ensimmäiset 13 antia on toteutettu aikana, jolloin sääntely salli osakkeiden tarjoamisen yleisölle ilman esitettä vain, jos yhtiön yleisölle tarjoamien osakkeiden yhteenlaskettu vastike 12 kuukaudelta oli enintään 5 000 000 euroa.

19	9.3.2021	Nanoform Finland Oyj (First North Premier)	8,5	7,07	40
20	18.3.2021	Next Games Oyj (First North)	7,2	12,5	4,24
21	22.4.2021	Gofore Oyj ⁸⁰	7,1	12,44	19
22	11.5.2021	Outokumpu Oyj	9,7	5,68	208,68
23	15.9.2021	Herantis Pharma Oyj (First North)	13,8	6,5	4,04
24	30.9.2021	Faron Pharmaceuticals Oy (First North)	5,5	Ei mainittu tiedotteissa	10,5
25	22.3.2022	Nanoform Finland Oyj (First North Premier)	7,7	8,3	25
26	5.5.2022	Optomed Oyj	9,98	3,84	4,8
27	6.6.2022	Siili Solutions Oyj	15,56	8,9	14,6
28	21.6.2022	Toivo Group Oyj (First North)	3,6	8,9	3,7
29	13.10.2022	Faron Pharmaceuticals Oy (First North)	8	5,5	8,4
30	9.12.2022	Optomed Oyj	7,4	15,4	4,1
31	26.1.2023	Faron Pharmaceuticals Oy (First North)	6,2	13,9	12
32	1.2.2023	Duell Oyj (First North)	20	6,6	8,7
33	27.4.2023	Bioretec Oy (First North)	35,4	18,4	10
34	22.8.2023	QPR Software Oyj	10,5	0,22	0,8

⁸⁰ Uusien osakkeiden lisäksi nopeutetussa tarjousmenettelyssä myytiin perustajaosakkaiden osakkeita. Perustajaosakkaiden myymiä osakkeita ei ole huomioitu yllä olevassa taulukossa.

35	20.9.2023	Optomed Oyj	9,61	8,78	4,3
36	27.10.2023	Faron Pharmaceuticals Oy (First North)	3,8	14,8	7,1
37	18.12.2023	Toivo Group Oyj (First North)	6	11,8	3
38	23.2.2024	Citycon Oyj	6,9	8,7	48,2
39	24.3.2024	Nanoform Finland Oyj (First North Premier)	8,9	15,2	15,4
40	25.5.2024	Aiforia Technologies Oyj (First North)	10,9	11,4	9,95
41	26.6.2024	Optomed Oyj	8,3	13,8	7,9
42	27.11.2024	Bioretec Oy (First North)	14,8	2,9	6
Keskiarvo			10,06 (kaikki) 9,69 (ennen 20.7.2017) ja 10,19 (alkaen 21.7.2017)	8,59 (kaikki) 6,38 (päälista-yhtiöt) 10,28 (First North)	19,76 (kaikki) 30,49 (päälista-yhtiöt) 12,09 (First North)

Keskimäärin nopeutetuissa tarjousmenettelyissä tehdyissä suunnatuissa osakeanneissa rajattu joukko kokeneita sijoittajia on merkinnyt osakkeita määrän, joka vastaa 10,06:ta prosenttia yhtiön kaikista osakkeista ennen antia. Ennen päivämäärää 20.7.2017 voimaan tullutta esiteasetusta yhtiöt pystyivät tarjoamaan ilman velvollisuutta laatia esite osakkeita enintään määrän, joka vastasi 10:tä prosenttia yhtiön osakkeista. Esiteasetuksen voimaantulon myötä raja nousi 20 prosenttiin.⁸¹ Raja-arvoa koskeva muutos ei näytä kasvattaneen antien kokoa merkittävästi, mutta se on kasvattanut sen kuitenkin aiemman 10 prosentin esiterajan yli.⁸² First North

⁸¹ Katso esiteasetuksen 1(5) artiklan a) alakohta.

⁸² Finanssivalvonta, Markkinatiedote 2/2017, s. 2. Sääntömuutoksesta on syytä huomioda, että se ei ole olennainen First North -yhtiöiden osalta, sillä velvollisuus laatia lisäerää koskeva listalleottoesite ei koske monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään listattuja yhtiöitä, minkä vuoksi First North -yhtiöiden ilman esitettä tarjoamien uusien osakkeiden suhteellinen osuus on voinut olla myös yli 20 prosenttia. Tarkastelujakson jälkeen

-yhtiöiden suuntaamien antien koko suhteessa olemassa olevien osakkeiden määrään ei myöskään näytä olevan keskimäärin merkittävästi suurempi kuin pörssi-yhtiöiden, vaikka sääntely ei edellytä First North -yhtiöiltä esitteen laatimista listattaessa uudet osakkeet First North -markkinapaikalle. Useissa anneissa osakeannin koko on ollut selvästi yhtiökokouksen antamaa osakeantivaltuutusta pienempi.

Euromääräisesti päälistayhtiöiden annit ovat keskimäärin suurempia kuin First North -yhtiöiden, mikä selittyy sillä, että päälistayhtiöt ovat keskimäärin First North -yhtiöitä suurempia. Antien koot vaihtelevat kuitenkin huomattavasti. Pienimmässä päälistayhtiön annissa kerätty rahamäärä oli noin 800 000 euroa ja suurimmassa yli 200 miljoonaa euroa. Pienimmässä First North -yhtiön annissa kerätty rahamäärä oli alle 600 000 euroa ja suurimmassa yli 40 miljoonaa euroa. Euromääräinen esiteraja voi jossain määrin vaikuttaa osakeannin toteuttamiseen, mutta sillä on todennäköisesti vähäinen merkitys yhtiöiden valintaan merkintäoikeusannin ja suunnatun osakeannin väliltä. Euromääräinen esiteraja ei vaikuta suunnatun annin toteuttamiseen nopeutetussa tarjousmenettelyssä, koska siinä hyödynnetään esiteasetuksen poikkeuksia esitteen laatimisvelvollisuudesta.

Tarkastellun aineiston perusteella merkintäalennuksen suuruudessa suhteessa osakeantia edeltävään päätöskurssiin on ollut merkittäviä eroja. Suurimmillaan osakkeista maksettu merkintähinta on vastannut lähes osakeantia edeltänyttä päätöskurssihintaa, kun taas isoin merkintäalennus on ollut jopa 18,4 prosenttia edellisen kaupankäyntipäivän päätöskurssihinnasta. Keskimäärin merkintäalennus on ollut 8,59 prosenttia. Pörssi-yhtiöiden osakeanneissa merkintäalennus suhteessa osakeantia edeltävään päätöskurssiin on ollut keskimäärin 6,38 prosenttia, kun taas First North -yhtiöiden osakeanneissa vastaava merkintäalennus on ollut keskimäärin 10,28 prosenttia.

Huomionarvoista on, että merkintäalennus pörssi-yhtiöiden osakeanneissa on ollut keskimäärin alhaisempi kuin First North -yhtiöiden osakeanneissa, vaikka tarkastelujakson toiseksi suurin merkintäalennus oli pörssi-yhtiö Scanfil Oyj:n vuonna 2016 toteutetussa suunnatussa osakeannissa.⁸³ Scanfil Oyj:n merkintäalennus vaikuttaa myös olennaisesti pörssi-yhtiöiden

4.12.2024 voimaan tulleiden Listing Actin tuomien muutosten myötä esiteasetuksen 1(5) artiklan a) alakohdan mukainen raja on noussut 30 prosenttiin, mikä mahdollistaa vielä aiempaa suuremman osakeannin järjestämisen ilman esitettä.

⁸³ Scanfil Oyj:n anti sai merkittävästi kritiikkiä, koska merkintäalennus oli suhteessa antia edeltävän päivän päätöskurssiin poikkeuksellisen suuri, jopa lähes 20 prosenttia, kun hinnassa huomioidaan myös kyseiseltä vuodelta maksettavat osingot. Kritiikkiä kohdistui myös siihen, että annissa osakkeita merkitsi yhtiön suurimman omistajan perhe, jolla oli myös kaksi hallituksen jäsentä yhtiössä. Kauppalehti 18.4.2016.

merkintäalennuksen keskiarvoon. Ilman jatkotutkimusta mitään selkeää yksittäistä selittävää tekijää ei voida aineiston pohjalta nimetä syyksi sille, että pörssiyhtiöiden aneissa merkintäalennus on ollut pienempi kuin First North -yhtiöiden aneissa. Yleisellä tasolla voidaan kuitenkin todeta, että First North -yhtiöt ovat tyypillisesti kasvuyhtiöitä, jotka ovat sijoituskohteenä korkeariskisempiä kuin useimmat pörssiyhtiöt. Useampi First North -yhtiö on kerännyt osakeannissa varoja muun muassa tuotekehitykseen. Tyypillisesti First North -yhtiöiden osakkeilla käydään myös vähemmän kauppaa kuin pörssiyhtiöiden osakkeilla.⁸⁴ Osakkeen heikomman likviditeetin vuoksi First North -yhtiöiden liikkeeseen laskeman osakkeen hinnanmuodostus ei välttämättä ole yhtä tehokasta kuin useimpien pörssiyhtiöiden, eivätkä markkinat välttämättä ole hinnoitelleet oikein First North -yhtiön osaketta.⁸⁵ Näin ollen First North -yhtiöiden osakeannit on mahdollisesti koettu heikomman likviditeetin vuoksi riskisemmiksi eikä osakkeille ole löytynyt osakeannissa riittävästi kysyntää ilman huomattavaa merkintäalennusta.

4.3 Osakeantien perusteet ja niistä tiedottaminen

Edellä todetun mukaisesti yhtiöllä tulee olla suunnatun osakeannin toteuttamiselle OYL 9:4:ssä tarkoitettu painava taloudellinen syy merkintäoikeudesta poikkeamiselle. Perusteet osakeannille ja merkintäetuoikeudesta poikkeamiselle julkistetaan tavanomaisesti ensimmäisessä pörssi- tai yhtiötiedotteessa, jossa yhtiö tiedottaa aikomuksestaan toteuttaa suunnattu osakeanti nopeutetussa tarjousmenettelyssä. Keskimäärin yhtiöt ovat ilmoittaneet kahdesta kolmeen perustetta osakeannin toteuttamiselle. Vähimmillään perusteita on ilmoitettu yksi ja enimmillään kuusi.⁸⁶

⁸⁴ Esimerkiksi First North -markkinapaikalla on otettu käyttöön huutokaupparamalli tietyille arvopapereille likviditeetin parantamiseksi. Katso Nasdaq 29.3.2023.

⁸⁵ Katso likviditeetin vaikutuksesta esimerkiksi Walla 2017, s. 462 lähteineen.

⁸⁶ Arvopaperimarkkinayhdistyksen 30.9.2024 julkistaman hyvään arvopaperimarkkinatapaan liittyvän suosituksen antamisen jälkeen tehdyissä ensimmäisissä suunnatuissa aneissa vaikuttaa olevan kattavammat perustelut painavammalle taloudelliselle syyllä kuin keskimäärin tätä edeltävissä suunnatuissa aneissa, ja perusteissa on myös pyritty perustelevaan, miksi anti on tehty suunnattuna antina nopeutetussa tarjousmenettelyssä eikä merkintäetuoikeusantina. Artikkelia laadittaessa Arvopaperimarkkinayhdistyksen 30.9.2024 julkistaman hyvään arvopaperimarkkinatapaan liittyvän suosituksen antamisen jälkeen on tehty kolme suunnattua anti nopeutetussa tarjousmenettelyssä: Bioretec Oy:n suunnattu anti 27.11.2024, Faron Pharmaceuticals Oy:n suunnattu anti 5.2.2025 ja QPR Software Oyj:n suunnattu anti 4.3.2025. Kaikissa edellä mainituissa vaikuttaa olevan aiempaan käytäntöön nähden suhteellisen kattavat perustelut. Bioretec Oy:n aneissa vaikuttaa olevan huomioitu jo Arvopaperimarkkinayhdistyksen suositus, vaikka suositus tuli voimaan vasta 1.12.2025.

Tarkastelun kohteena olevien osakeantien perusteista yhdeksän on mainittu perusteena useammassa kuin yhdessä osakeannissa. Kyseisten perusteiden lisäksi viidessä osakeannissa on mainittu selkeästi peruste, jota ei ole mainittu perusteena yhdessäkään muussa tarkastelujaksolla toteutetussa annissa. Pörssitiedotteissa mainitut perusteet osakeanneille ja niiden mainitsemismäärä on lueteltu alla olevassa taulukossa.

Taulukko 2. Osakeantien perusteista tiedottaminen.

Pörssitiedotteessa ilmoitettu peruste osakeannin toteuttamiselle	Yhtiöiden määrä, jotka ovat ilmoittaneet kyseisen perusteen annin tekemiselle
Yhtiön taloudellisen aseman, kassatilanteen tai pääomarakenteen vahvistaminen	29
Yhtiön strategian tai kasvu- tai investointisuunnitelman toteuttaminen	23
Tuotekehitys	13
Omistuspohjan laajentaminen tai osakkeen likviditeetin lisääminen	11
Rahoituksen saaminen yhtiölle nopeammin tai edullisemmilla ehdoilla kuin yhtiön arvion mukaan muutoin olisi saatavilla	10
Valmius toteuttaa mahdollisia yritysostoja	7
Tuotteen kaupallistaminen	4
Korollisten velkojen takaisinmaksaminen	3
Tietyn yritysjärjestelyn / tiettyjen yritysjärjestelyjen rahoittaminen	3
Patenttisalkun puolustaminen	1
Osakkeenomistajien kiinnostuksen lisääminen	1
Kilpailuoikeudellisen sakon maksaminen	1
Rahoitusneuvottelujen kariutuminen	1
Immateriaalioikeuksien hankkiminen	1

Selvästi yleisimpiä mainittuja perusteita osakeannin toteuttamiselle ovat yhtiön taloudellisen aseman, kassatilanteen tai pääomarakenteen vahvistaminen ja yhtiön strategian tai kasvu- tai investointisuunnitelman toteutta-

minen. Edellä mainittuja perusteita voidaan luonnehtia yleisluonteisiksi, joten yksistään mainittuna tai ilman lisätietoja ne eivät yleisesti ottaen mahdollista kovin hyvin sen arvioimista, onko osakeannin toteuttamiselle suunnattuna OYL 9:4:n edellyttämä painava taloudellinen syy.⁸⁷

Suhteellisen usein osakeannin toteuttamisen perusteina on mainittu myös rahoituksen saaminen yhtiölle nopeammin tai edullisemmilla ehdoilla kuin yhtiön arvion mukaan muutoin olisi saatavilla, yhtiön omistus- pohjan laajentaminen ja osakkeen likviditeetin lisääminen omistus pohjaa laajentamalla sekä yritysostovalmiuden parantaminen. Myös näitä perusteita voidaan pitää jossakin määrin yleisluonteisina ja epäinformatiivisina.⁸⁸ Suunnatun annin tekeminen nopealla aikataululla ei välttämättä ole painava taloudellinen syy merkintäetuoikeudesta poikkeamiselle, koska useimmissa tapauksissa rahan tarve ei ole tullut yhtiölle yllättäen – esimerkiksi haettaessa rahoitusta markkinoilta tuotekehitykseen.

Nopeutetussa tarjousmenettelyssä rajatulle joukolla suunnattu osakeanti ei tavanomaisesti myöskään tuo yhtiölle kovin suurta määrää uusia osakkeenomistajia, eikä tällainen osakeanti välttämättä lisää siten osakkeen likviditeettiä merkittävästi. Omistus pohjan laajentaminen täyttää painavan taloudellisen syyn vaatimuksen selkeämmin tilanteissa, joissa yleisöanti toteutetaan suunnattuna osakeantina. Tällöin laajalla joukolla sijoittajia on mahdollisuus merkitä yhtiön osakkeita, jolloin yhtiö saa merkittävän määrän uusia osakkeenomistajia. Tämä puolestaan parantaa osakkeen likviditeettiä.

⁸⁷ Tarkastelun kohteena olevista anneista ainoastaan kahdessa (Stonesoft Oyj:n anti 19.3.2010 ja Technopolis Oyj:n anti 17.5.2010) ainoiksi perusteiksi on mainittu yhtiön pääomarakenteen vahvistaminen ja yhtiön kasvun toteuttaminen. Kumpaakaan antia koskevissa pörsstitiedoiteissa ei myöskään ole juuri yksilöity kerättyjen varojen käyttökohdetta sen tarkemmin. Nanoform Finland Oyj ilmoitti puolestaan 9.3.2021 toteutetun antinsa yhteydessä annin ainoaksi perusteeksi kasvustrategiansa toteuttamisen mutta täsmensi tiedotteessa kuitenkin, mihin toimintoihin varoja tarvitaan.

⁸⁸ AML 1:2 sisältää kiellon menetellä hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti arvopaperimarkkinoilla. Arvopaperimarkkinayhdistyksen suunnattuja osakeanteja koskeva suositus täsmentää nimenomaisesti hyvää arvopaperimarkkinatapaa. Suosituksen perusteluiden mukaan hyvän arvopaperimarkkinatavan näkökulmasta ei ole riittävää, että suunnattua osakeantia perustellaan yleisellä tasolla aika- ja kustannussäästöillä. Suosituksen perustelujen mukaan yhtiön tulee nimenomaisesti perustella, miksi aika- ja kustannussäästöt ovat kyseisessä tilanteessa yhtiön ja sen kaikkien osakkeenomistajien yhteisen edun kannalta ratkaisevia. Todettakoon selvyuden vuoksi, että kyseinen suositus on tullut voimaan tämän artikkelin aineiston seurantajakson jälkeen. Vastaavasti Ruotsin itsesääntelyelimen suunnattuja osakeanteja koskevassa suosituksessa todetaan, että aika- ja kustannussäästöjen tulee olla kussakin yksittäistapauksessa objektiivisesti arvioiden merkittäviä. Arvopaperimarkkinayhdistys, Suositus 30.9.2024 – Suunnatut osakeannit, s. 1, 4; Aktiemarknadens Självreglerings Kommitté, Regler om riktade kontantemissioner, 7.7.2023, s. 2.

Perusteista selvästi konkreettisimpina ja helpoiten tulkittavina voidaan pitää rahoituksen saamista edullisemmilla ehdoilla kuin muutoin olisi saatavilla ennen kaikkea korollisten velkojen takaisinmaksua ja rahoituksen hankkimista tiettyyn ilmoitettuun yritysjärjestelyyn. Näiden perusteiden osalta painavan taloudellisen syyn olemassaoloa on usein myös huomattavasti helpompi arvioida kuin yleisluonteisten perusteiden osalta. Näissä tilanteissa vieraan pääoman kustannus on selkeä vaihtoehtoiskustannus merkintäaalennuksen ja osakeannin aiheuttamalle laimentumisvaikutukselle. Esimerkiksi jos osakeannilla kerättävät varat käytetään yhtiön korkeakorkoisen lainan takaisinmaksuun, voidaan painavan taloudellisen syyn käsilläolo hahmottaa suhteellisen helposti. Tällöin osakkeista annettava merkintäaalennus on lainasta yhtiölle aiheutuvia kuluja pienempi ja siten kaikkien osakkeenomistajien edun mukainen, vaikka suunnatussa osakeannissa poiketaan osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta. Myös muita listassa olevia perusteita, jotka on ilmoitettu perusteeksi vain yhden suunnatun osakeannin yhteydessä, voidaan pitää luonteeltaan melko konkreettisina, minkä vuoksi niitä on helpompi arvioida painavan taloudellisen syyn käsilläolon kannalta.

Toisaalta pelkkä mahdollisuus kerätä pääomia nopeasti ja kustannustehokkaasti ei itsessään välttämättä tarkoita painavan taloudellisen syyn olemassaoloa, jos kustannussäästö on vähäinen eikä yhtiöllä ole erityistä kiirettä pääomien keräämiselle. Jos tiedotteissa ei perustella selkeästi osakeannin toteuttamisen nopeuden ja kustannustehokkuuden tuomaa etua yhtiölle suhteessa merkintäetuoikeusantiin, on tiedote omiaan jättämään sijoittajalle vähintäänkin epäilyksen siitä, ettei yhtiön hallitus ole tehnyt riittävän huolellista arviota painavan taloudellisen syyn käsilläolosta. Toisin sanoen kyse on siitä, voiko pörssi- tai yhtiötiedotteen lukija hahmottaa rajanvedon taloudellisen syyn ja painavan taloudellisen syyn välillä.

Vastaavasti painavan taloudellisen syyn perustelemisen yritysostovalmiuden parantamisella ilman konkreettisia lisätietoja ostokohteista antaa sijoittajalle helposti aiheen epäillä, onko varojen keruulle ollut jokin erityinen kiire ja olisiko varat voineet kerätä myös merkintäoikeusannilla.⁸⁹ Painavaa taloudellista syytä on vaikea perustella jo itsessään sen vuoksi,

⁸⁹ Yritysostojen kyseessä ollessa on myös huomioitava, että yhtiöllä ei voi käytännössä olla tiedossa antia tehdessään valmisteilla sellaista yritysjärjestelyä, josta se ei ole tiedottanut, sillä osakkeita ei voida myydä annissa ilman, että sijoittajille on annettu kaikki yhtiön osakkeen arvoon olennaisesti vaikuttavat tiedot. Tilanne on tietysti toinen, jos anti järjestetään selkeästi tietyn yrityskaupan ja siihen liittyvien kulujen rahoittamiseksi, jolloin annin voidaan nähdä olevan kustannustehokkain tapa rahoittaa yrityskauppa. Pelkän niin sanotun sotakassan kerääminen suunnatulla annilla ei välttämättä ole perusteltua, ellei yhtiö saa kerättyä suunnatulla annilla varoja normaalia osakkeenomistajille suunnattua antia huomattavasti enemmän.

että kohteesta riippuen pörssiyhtiöillä voi olla yritystoston rahoittamiseen käytettävissään useita eri vaihtoehtoja.⁹⁰ Edellä sanotuista pörssitiedotteista tavanomaisesti mainituista perusteista viimeinen, taloudellinen joustavuus, kaipaa niin ikään myös konkretiaa, jotta siitä kävisi selkeästi ilmi painavan taloudellisen syyn olemassaolo. Taloudellisen joustavuuden käsite itsessään on varsin ympäröity ja yleisluonteinen ilman lisätietoja.

Jotta pörssi- tai yhtiötiedote olisi riittävän informatiivinen painavan taloudellisen syyn tunnistamiseksi, tulisi siitä ilmetä ensinnäkin aina selkeä peruste, miksi annin toteuttaminen suunnattuna osakeantina on ollut yhtiön hallituksen näkemyksen mukaan yhtiön ja sen kaikkien osakkeenomistajien kannalta kannattavampaa kuin annin toteuttaminen yhtiön osakkeenomistajien merkintäetuoikeutta noudattaen tai rahoituksen hankkiminen muilla keinoilla. Painavan taloudellisen syyn vaatimuksen tunnistamista helpottaisi myös, jos ensimmäisestä tiedotteesta kävisi selkeästi ilmi yhtiön käytössä olleet muut mahdolliset vaihtoehdot.⁹¹ Perusteiden tulkintaa helpottaisi konkreettisten ja aidosti kyseiseen suunnattuun antiin liittyvien perusteiden käyttäminen sen sijaan, että perusteena merkintäetuoikeudesta poikkeamiselle esitetään vakiolausekkeen omaisesti kaikkia tavanomaisesti mainittuja perusteita tai kopioidaan yhtiön edellisessä annissa käytettyjä perusteita täsmentämättä, miksi samat perusteet juuri tällä kertaa soveltuvat.

4.4 Tiedottaminen osakeannin merkintäalennuksesta

Tiedottaminen suunnatun osakeannin merkintäalennuksesta on vaihtelevaa. Merkintäalennuksella tarkoitetaan osakeantia edeltävän kurssihinnan

tavasti edullisemmilla ehdoilla ja kuluilla ja yhtiöllä on selkeänä julkilausuttuna tavoitteena epäorgaanisen kasvun hakeminen.

⁹⁰ Yhtiö voisi esimerkiksi rahoittaa kaupan järjestämällä suunnatun osakeannin suoraan ostettavan yrityksen osakkeenomistajille tai lainarahoituksella. Jos potentiaalista ostokohdetta ei ole vielä tiedossa, voi mahdolliseen yrityskauppaan kuluva sen verran aikaa, että yritysostoa toteutettaessa yrityksen kassa ja kyky hankkia edullista lainarahoitusta olisivat taloudellisessa mielessä selkeästi edullisempi tapa rahoittaa yrityskauppa.

⁹¹ Koska suunnatussa osakeannissa poiketaan yhtiön olemassa olevien osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta, voidaan yhtiön johdon OYL 1:8:n mukaisen huolellisuusvelvollisuuden katsoa olevan korostunut suunnatusta osakeannista päätettäessä. Jotta yhtiön johto toimisi huolellisesti ja täyttäisi samaisen säännöksen sisältämän lojaliteettivelvoitteen suhteessa yhtiön osakkeenomistajiin, voidaan yhtiön hallitukselta edellyttää, että se arvioi myös muita käytettävissään olevia vaihtoehtoja rahoituksen saamiseksi ja niiden vaikutusta yhtiön olemassa olevien osakkeenomistajien asemaan. Tämä arviointi luo perusteen sille, miksi arvioinnissa on päädytty suunnatun osakeannin toteuttamiseen. Tämä sijoittajien tulisi luonnollisesti kyetä lukemaan pörssitiedotteesta.

ja osakeannin merkintähinnan välistä erotusta. Kaikkien tarkastelun kohteena olevien antien yhteydessä merkintäalennuksesta ei ole tiedotettu. Niissä osakeanneissa, joissa merkintäalennuksesta on tiedotettu, vaihtelee vertailukohta. Alla olevaan taulukkoon on kerätty tiedot merkintäalennuksesta tiedottamisesta tarkastelujakson osakeanneissa.

Taulukkoon on koottu tiedot siitä, missä määrin ja miten pörssi- ja yhtiötiedotteissa on kerrottu merkintäalennuksesta. Kyse on siitä, onko merkintäalennuksen vertailukohta osakeantia edeltänyt kaupankäyntihinta, pidemmän aikavälin keskipurssihinta vai molemmat. Tiedotteista on myös selvitetty, onko merkintäalennuksesta ylipäättänsä tiedotettu.

Pidemmän aikavälin keskipurssihinnan osalta vertailujakson pituus on vaihdellut viiden päivän painotetun keskipurssihinnan ja kolmen kuukauden painotetun keskipurssihinnan välillä. Kuudessa tapauksessa merkintäalennus on ilmoitettu suhteessa osakeantia edeltäneeseen noin yhden kuukauden ajanjaksoon. Vastaavasti kahdessa tapauksessa merkintäalennus on ilmoitettu suhteessa osakeantia edeltäneeseen kahden viikon ajanjaksoon ja kahdessa tapauksessa merkintäalennus on ilmoitettu suhteessa viiden päivän painotettuun keskipurssihintaan. Seitsemän osakeannin yhteydessä merkintäalennus on ilmoitettu sekä edeltävään päätöskurssiin nähden että pidempään ajanjaksoon nähden. Kahden osakeannin tapauksessa on puolestaan ilmoitettu merkintäalennus ainoastaan suhteessa pidempään ajanjaksoon.

Merkintäalennuksen suhteessa antia edeltävän kaupankäyntipäivän päätöskurssiin ilmoittaneista yhtiöistä 11 on pörssiyhtiöitä ja 16 on First North -yhtiöitä. Merkintäalennuksen suhteessa pidempään ajanjaksoon ilmoittaneista yhtiöistä puolestaan vain neljä on pörssiyhtiöitä ja kuusi First North -yhtiöitä.

Taulukko 3. Osakeantien merkintäalennuksista tiedottaminen.

Tarkastelujakso	Antien määrä tarkastelujaksolla	Alennus ilmoitettu suhteessa antia edeltävään päätöskurssiin	Alennus ilmoitettu suhteessa pidemmän ajanjakson keskipurssihintaan
1.1.2010–31.12.2024	Päälista: 22	Päälista: 11	Päälista: 4
	First North: 20	First North: 16	First North: 6
Yhteensä	42	27	10

On huomionarvoista, että tarkastelun kohteena olevista suunnatuista anneista ajanjaksolla 1.1.2010–15.6.2017, jolloin toteutettiin yhteensä 11 osakeantia, yhdenkään annin yhteydessä ei pörssitiedotteessa ilmoitettu merkintäalennusta suhteessa antia edeltävään päätöskurssiin. Vain yhden annin yhteydessä ilmoitettiin alennus suhteessa edeltävän kuukauden keskikurssihintaan. Kaikki näistä suunnatuista anneista olivat pörssi-yhtiöiden toteuttamia anteja, minkä vuoksi edellä olevan tilaston perusteella voi vaikuttaa siltä, että pörssi-yhtiöt ovat tiedottaneet merkintäalennuksesta First North -yhtiöitä huonommin. Kyse vaikuttaa kuitenkin olevan muutoksesta markkinalla omaksutussa yleisessä tiedottamiskäytännössä. Vastaavasti edellä mainitun ajanjakson jälkeen tehdyissä 31:ssä tarkastelun kohteena olevassa annissa jopa 27:ssä ilmoitettiin merkintäalennus suhteessa antia edeltävään päätöskurssiin, yhdeksässä suhteessa pidempään ajanjaksoon ja vain kahdessa annissa ei ilmoitettu merkintäalennusta lainkaan.

Näin ollen merkintäalennuksesta tiedottamisen laadullisen tason voidaan nähdä parantuneen viimeisten vuosien aikana tehdyissä anneissa. Koska viimeisten vuosien aikana suurin osa nopeutetussa tarjousmenetelystä toteutetuista anneista on First North -yhtiöiden toteuttamia anteja, ei pörssi-yhtiöiden ja First North -yhtiöiden välisissä tiedottamiskäytännöissä voida huomata merkittäviä eroavuuksia. Yleisesti voidaan todeta, että pörssi- ja yhtiötiedotteet anneista vaikuttavat muotoutuneen vuosien saatossa merkintäalennuksesta tiedottamisen osalta hyvin samankaltaisiksi ja tiedotteet vaikuttavat tältä osin noudattavan yleisesti omaksuttua markkinakäytäntöä.

Syytä tietyn ajanjakson valitsemiselle vertailukohdaksi merkintäalennusta ilmoitettaessa ei ole mainittu yhdenkään osakeannin yhteydessä. Vaikuttaa siltä, että vertailuajanjakso on valikoitunut tiedotteeseen jossain määrin sattumanvaraisesti. On kuitenkin mahdollista, että pidempi ajanjakso on haluttu esittää tiedotteessa, koska merkintäalennus pidemmän ajanjakson keskikurssihintaan nähden on ollut huomattavasti pienempi kuin antia edeltävän päivän päätöskurssiin verrattuna. Keskikurssihinnan esittäminen pidemmältä ajanjaksolta on myös voitu nähdä yksittäistä päätöshintaa kuvaavammaksi. Tämä voi olla perusteltua, jos yhtiön osakkeen hinnassa on ollut vaihtelua tai se on esimerkiksi noussut tai laskenut pidemmällä ajanjaksolla. Yhdessäkään tiedotteessa, kuten julkisia ostotarjouksia koskeissa tiedotteissa, ei kuitenkaan ole esitetty kahta tarkastelupistettä useampaa tietoa. Niissä ostotarjouksessa maksettavaa preemiota pyritään usein kuvaamaan vertaamalla tarjoushintaa suhteessa edeltävän päivän päätöskurssiin, kolmen kuukauden kaupankäyntimäärillä

painotettuun keskihintaan ja kuuden kuukauden kaupankäyntimäärillä painotettuun keskihintaan.

Selkeää markkinakäytäntöä ei ole muodostunut myöskään sen osalta, mikä ajankohta tai ajanjakso valitaan merkintäalennuksen vertailukohdaksi tiedotettaessa asiasta. Mikään säännös ei edellytä merkintäalennuksen ilmoittamista suhteessa johonkin tiettyyn ajanjaksoon nähden, joten liikkeeseenlaskija voi käytännössä valita parhaaksi katsomansa ajanjakson tai ajankohdan vertailuajanjaksoksi, valita useamman vertailuajanjakson taikka jättää vertailuajanjakson kokonaan pois tiedotteesta. Tästä johtuen yksittäisen osakeannin merkintäalennuksen kohtuullisuutta voi olla vaikea arvioida pelkästään tiedotteen perusteella ja suhteuttaa sitä muihin anteihin – toisin kuin julkisesta ostotarjouksesta maksettavaa preemiota vertailtaessa.⁹²

Arvopaperimarkkinoilla julkistettavan informaation laadun ja vertailukelpoisuuden kannalta olisi toivottavaa, että merkintäalennuksesta kerrottaisiin pörssi- ja yhtiötiedotteissa avoimesti ja verrattain yhdenmukaisella tavalla. Merkintäalennuksen määrällä ja sen julkistamistavalla voi olla huomattava merkitys yhtiön osakkeenomistajille. Osakeantien merkintäalennuksen julkistamista koskevissa tutkimuksissa on havaittu negatiivinen korrelaatio merkintäalennuksen ja yhtiön laadullisen tason välillä. Tämä havainto perustuu olettamalle rationaalisesti toimivista markkinatoimijoista sekä osakkeenomistajien ja yhtiön johdon välillä vallitsevasta informaatioepäsymmetriasta. Merkintäalennuksen koko antaa markkinoille signaalin yhtiön todellisesta arvosta etenkin, jos markkinatoimijoiden välillä on informaatioepäsymmetriaa. Tasoltaan laadukkaampi yhtiö kykenee keräämään markkinoilta pääomia pienemmällä merkintäalennuksella kuin heikotasoisempi yhtiö. Tällöin merkintäalennuksen koon voidaan nähdä paljastavan yhtiön johdon ja kaikkien osakkeenomistajien välisen tiedollisen kuilun.⁹³

De lege ferenda merkintäalennuksen vertailukohtia voisivat lähtökohtaisesti olla osakeantia edeltänyt päätöskurssi ja sen lisäksi pidemmän ajanjakson keskikurssihinta. Tämä yhdistelmä vähentäisi riskiä epätarkoituksenmukaisen hinnan valikoitumisesta vertailuhinnaksi. Käytettävien vertailuajanjaksojen olisi suotavaa myös olla vakiintuneita, jotta sijoitta-

⁹² Siinä missä mikään nimenomainen säännös ei edellytä merkintäalennuksen ilmoittamista, julkisen ostotarjouksen hinnoitteluperusteista kertomisesta säädetään yksityiskohtaisesti valtiovarainministeriön asetuksessa tarjousasiakirjan sisällöstä ja julkistamisesta sekä sisällöstä myönnettävistä poikkeuksista ja Euroopan talousalueella hyväksytyyn tarjousasiakirjan vastavuoroisesta tunnustamisesta (1022/2012) ja sen 8 §:ssä.

⁹³ Bobenhausen – Salzmann 2021, s. 753–756; Heinkel – Schwartz 1986, s. 1–18.

jien olisi helpompi arvioida merkintäalennusta suhteessa muiden yhtiöiden antamiin merkintäalennuksiin vastaavissa transaktioissa. On kuitenkin huomautettava, että merkintäalennuksen julkistamista koskevan kysymyksen tarkempi arviointi de lege ferenda edellyttää jatkotutkimusta. Toisaalta merkintäalennuksen julkistamisen osalta voidaan esittää vasta-argumentti, että merkintäalennus on myös verrattain helposti selvitettävissä vertaamalla merkintähintaa historiallisiin kaupankäyntitietoihin. Arvopaperimarkkinayhdistyksen uudessa suosituksessa ei oteta asiaan kantaa.

5 TIEDOTTAMISKÄYTÄNNÖN SUPPEUS JA INFORMAATION MERKITYS ARVOPAPERIMARKKINOILLA

5.1 Tiedottamiskäytännön suppeus

Yleisesti ottaen aineiston perusteella voidaan todeta, että nopeutetussa tarjousmenettelyssä toteutettavia suunnattuja osakeanteja koskevien pörssi- ja yhtiötiedotteiden sisältö ja muoto vaikuttavat Suomessa muodostuneen tarkastelukauden perusteella pääasiassa melko vakiomuotoisiksi. Tiedotteiden yhdenmukaisuutta on pidettävä positiivisena seikkana siltä osin kuin kyse on tiedotteiden rakenteesta. Yhdenmukainen tiedottamiskäytäntö helpottaa eri yhtiöiden tiedotteiden vertaamista toisiinsa. Toisaalta niiden liiallinen vakiomuotoisuus on omiaan vaikeuttamaan yksittäisten suunnattujen osakeantien perusteluiden arvioimista.

Negatiivisena seikkana voidaan pitää niiden sisällöllistä suppeutta. Tiedotteissa käytetään usein hyvin vakiintuneita ja jossain määrin ympäröityjä muotoiluja, jotka eivät välttämättä kaikissa tilanteissa ole erityisen informatiivisia, tai niiden soveltuvuutta ei ole pohdittu erityisesti kyseisen annin yhteydessä. Kaikissa tapauksissa ei ole välttämättä annettu kovinkaan kattavia perusteita sille, miksi annin toteuttamiselle suunnattuna osakeantina on OYL 9:4:ssä tarkoitettu painava taloudellinen syy, tai perustetta ei ole annettu lainkaan. Useissa tapauksissa perusteeksi vaikuttaa olevan otettu niin sanottu yleispätevä vakiolauseke, jota edellisissä anneissa on käytetty.

Edellä esitetyn mukaisesti merkintäalennuksesta tiedottamisesta ei ole muodostunut selkeää markkinakäytäntöä, mikä vaikeuttaa merkintäalennusten tapauskohtaista arviointia suhteessa laajempaan markkinakäytäntöön pelkkien pörssi- tai yhtiötiedotteiden perusteella. Etenkin merkintäalennusta voidaan pitää olennaisena tietona, koska OYL 9:4.1:ssa nimen-

omaisesti edellytetään huomion kiinnittämistä merkintähinnan ja käyvän hinnan suhteeseen. Merkintäalennus on olennainen tieto osakkeenomistajille, kun he arvioivat osakeannin vaikutusta taloudelliseen asemaansa. Lisäksi sijoittajien kannalta on olennaista ymmärtää ne perusteet, joilla hallitus on katsonut olevan yhtiön edun mukaista toteuttaa merkintätuoikeusannin sijaan suunnattu anti.

Yhtiö- ja pörssitiedotteiden empiirinen analyysi osoittaa sen, että tiedottamiskäytäntö nopeutetuissa tarjousmenettelyissä toteutetuista suunnatuista osakeanneista on ollut suppeaa eikä painavan taloudellisen syyn olemassaoloa ole välttämättä ollut kaikissa tilanteissa helppoa tunnistaa tai peruste on jäänyt vaillinaiseksi tai suppeaksi. Näkemykselle on saatavissa tukea myös siitä tosiseikasta, että Arvopaperimarkkinayhdistys on katsonut tarpeelliseksi antaa asiaa koskevan suosituksen.

Vasta-argumenttina voitaisiin esittää, että pörssi- ja yhtiötiedottamisen tasoa on pidettävä riittävänä, koska listayhtiöiden suunnatut osakeannit eivät ole johtaneet moitekanteisiin.⁹⁴ Vaikka useissa tapauksissa tiedottaminen on ollut riittävää, on ollut myös useampia tilanteita, joissa anti on herättänyt jälkeinpäin keskustelua ja perustetta annille ei ole ymmärretty. Tyytymättömyydestä moitekanteeseen on kuitenkin pitkä matka. Kysymystä on syytä lähestyä osakkeenomistajakollektiivin sisäisen dynamiikan kautta kuin myös hahmottaa eri sijoittajansuojamekanismien toimintalogiikka.

Ensinnäkin yhtiöoikeudellisessa ja etenkin arvopaperimarkkinaoikeudellisessa kontekstissa moitekannetta on pidettävä viimesijaisena sijoittajansuojamekanismina. Listayhtiön osakkeenomistajan sijoittajansuoja toteutuu ennen kaikkea tehokkaan exit-oikeuden ja riittävän informaation muodostaman kokonaisuuden kautta. Riittävän informaation turvin sijoittajalla on mahdollista arvioida sijoituspäätöstänsä niin ex post kuin ex ante. Muuttuneisiin olosuhteisiin osakkeenomistaja voi reagoida myymällä osakkeensa markkinoille. Exit-oikeuden käyttäminen on osakkeenomistajan oikeussuojan ja riskienhallinnan kannalta merkityksellinen työkalu etenkin arvopaperimarkkinoilla. Osakkeen myymisen myötä osakkeeseen kohdistuva taloudellinen riski lakkaa. On syytä ymmärtää, ettei exit-oikeuden käyttämisen taustalla ole aina väärinkäytöstilanteita mutta osakkeen-

⁹⁴ OYL 21:3:n mukaan hallituksen yhtiökokouksen antaman valtuutuksen nojalla tekemää päätöstä voidaan moittia OYL 21:2:n mitättömyysperusteilla. Tässä yhteydessä on huomattava myös se, ettei hallituksen yhtiökokouksen valtuutuksen nojalla tekemää päätöstä voi moittia OYL 22:1:n pätemättömyysperusteilla. Osakeantitilanteissa käytännössä kyseeseen tulisi mitättömyysväitteen esittäminen, joka perustuu väitteeseen yhdenvertaisuusperiaatteen loukkauksesta (OYL 22:2.1:n 3 kohta).

omistaja tarvitsee olennaisen osakkeeseen ja sen omistukseen vaikuttavan tiedon arvioidakseen sitä, vastaako sijoitus muuttuneissa olosuhteissa tämän riski- ja sijoittajaprofilia.⁹⁵

Toisekseen listayhtiön toimieliimen päätöstä koskevan moitekanteen ajamisessa ollaan niin sanotun yhdessä toimimisen problematiikan (collective action) ytimessä. Tämä tarkoittaa sitä, että vähemmistöosakkeenomistajilla voisi olla yhdessä merkittäviä vaikutusmahdollisuuksia, mutta organisoituminen itsessään on vaikeaa ja resursseja vaativaa. Heikkojen vaikutusmahdollisuuksien vuoksi vähemmistöosakkeenomistajien on kannattavaa heittäytyä niin sanotusti vapaamatkustajiksi ja jättää osakkeenomistajien johdon valvomisfunktion toteuttaminen enemmistöosakkeenomistajille. Vastaavasti mitä suurempi on valvontatehtävästä saatava hyöty verrattuna kustannuksiin, sitä todennäköisemmin nämä enemmistöosakkeenomistajat ottavat valvontatehtävän kannettavakseen. Tällöin ollaan vapaamatkustaja-problematiikan ja rationaalisen apatian äärellä.⁹⁶

Esimerkiksi moitekanteen ajaminen on työlästä, kallista ja sitä ajava osakkeenomistaja ottaa yksin kannettavakseen riskin vastapuolen oikeudenkäyntikuluista, mutta mahdolliset saavutettavat hyödyt jakautuvat osakkeenomistajakollektiivin kesken. Näin ollen suunnattuja osakeanteja koskevien oikeudenkäyntien määrästä ei voi tehdä johtopäätöstä pörssi- ja yhtiötiedottamisen tiedollisesta laadusta. Selvyyden vuoksi on syytä huomauttaa, että tässä yhteydessä esitetyn analyysin tarkoituksena ei ole väittää, että tarkasteltavien osakeantien taustalla olisi OYL 21 luvussa tarkoitettuja mitättömyys- tai pätemättömyysperusteita. Kyse on sen selventämisestä, ettei moitekanteiden määrästä voi johtaa informaation laatuun tai markkinatoimijoiden tiedontarpeeseen liittyviä väittämiä.

5.2 Informaation merkitys arvopaperimarkkinoilla

On olennaista kiinnittää huomiota arvopaperimarkkinasääntelyn tarkoitukseen etenkin informaation sääntelyn näkökulmasta. Arvopaperimarkkinasääntelyn keskeisinä tavoitteina on pidetty niin markkinoiden tehokkuuden ja läpinäkyvyyden edistämistä kuin sijoittajien suojaamista ja markkinoiden yleisen luotettavuuden parantamista. Edellä mainitut olennaisesti toisiinsa ja markkinoiden tehokkuuteen liittyvät tavoitteet voidaan kiteyttää

⁹⁵ Katso osakkeenomistajan exit-oikeudesta Vahtera 2011, s. 330–363.

⁹⁶ Katso näistä teemoista esimerkiksi Black 1990; Fama – Jensen 1983; Grossman – Hart 1980; Hart 1995.

pyrkimykseen tarjota sijoittajille tasapuolinen mahdollisuus tehdä sijoitus- päätökset mahdollisimman kattavan ja luotettavan informaation perusteella.⁹⁷ Arvioitaessa pörssi- ja yhtiötiedottamisen tasoa huomiota on kiinnitettävä siihen, että arvopaperimarkkinaoikeudelliset tiedonantovelvollisuudet tuottavat informaatiota kaikille markkinatoimijoille eivätkä vain esimerkiksi osakkeenomistajille. Esimerkiksi AML 2:11:ssä määritelty julkistamisen käsite kuvastaa hyvin tätä dynamiikkaa. Julkistamisella tarkoitetaan arvopaperimarkkinaoikeudellisten säänneltyjen tietojen toimittamista sijoittajien saataville, Finanssivalvonnalle sekä asianomaiselle säännellylle markkinalle tai monenkeskiselle kaupankäyntijärjestelmälle. Sijoittajan käsite on ymmärrettävä laajasti.

Tiedonantovelvollisuuksista säättäminen on ollut tavanomainen ensivaiheen sääntelyratkaisu, kun jotakin arvopaperimarkkinaoikeudellista ilmiötä on haluttu säännellä. Arvopaperimarkkinaoikeuden systematiikassa tiedonantovelvollisuuksien merkitystä korostaa se, että arvopaperimarkkinaoikeudellisen sääntelyn on jopa sanottu olevan pohjimmiltaan informaation sääntelyä.⁹⁸ Tiedonantovelvollisuuksilla pyritään muun muassa tasoittamaan markkinatoimijoiden välistä informaatioepäsymmetriaa, jota pidetään yhtenä merkittävimmistä arvopaperimarkkinoiden tehokkuuteen vaikuttavista markkinahäiriöiden aiheuttajista.⁹⁹ Epäsymmetrisellä informaatiolla tarkoitetaan yksinkertaisesti sitä, että markkinatoimijoiden välillä valitsee tiedollinen epätasapaino esimerkiksi kaupan kohteesta. Tiedollinen epätasapaino voi johtaa tehokkuustappioihin, koska toinen osapuoli joutuu käyttämään resursseja kuroessaan umpeen tiedollista epätasapainoa.¹⁰⁰

Informaatioepäsymmetria voi johtaa erilaisiin ei-toivottuihin seurauksiin niin arvopaperimarkkinoilla kuin yksittäisten yhtiöiden sidosryhmien välisissä suhteissa. Sääntelyteoreettisesta näkökulmasta katsottuna sääntelyllä voidaan nähdä olevan kaksi informaatioepäsymmetriaa vähentävää tehtävää. Informaatioepäsymmetriasta johtuvien haittojen ehkäisemiseksi on ensinnäkin sääntelyllä asetettava informaation tuottamiselle vähimmäistaso. Toiseksi sääntelyllä on pyrittävä vähentämään informaatioepäsymmetriasta johtuvia tehokkuustappioita siten, että yhtäältä rajoitetaan informaatioylikvoiman omaavien tahojen informaation hyödyntämistä

⁹⁷ Hudson 2013, s. 944; Häyrynen 2006, s. 25.

⁹⁸ Collin 2020, s. 169–170; Hudson 2013, s. 1045.

⁹⁹ Brinckmann 2021, s. 266–267.

¹⁰⁰ Epäsymmetristä informaatiota koskeva kirjallisuus on varsin laajaa. Aiheesta katso esimerkiksi Akerlof 1970; kotimaisesta kirjallisuudesta epäsymmetrisestä informaatiosta yhtiö- ja arvopaperimarkkinaoikeuden kontekstissa esimerkiksi Luukkonen 2018, s. 41–42; Timonen 1997, s. 75–77; Vahtera 2011, s. 46–49.

informaatioasemaltaan heikompien kustannuksella ja toisaalta asetetaan näille tahoille tiedonantovelvollisuuksia informaatioepäsymmetrian pienentämiseksi.¹⁰¹

Jos informaation merkitystä tarkastellaan sijoittajansuojan ja markkinoiden nauttiman luottamuksen näkökulmasta, tiedonantovelvollisuuksilla on kytkös arvopaperimarkkinoiden tehokkuuteen likviditeetin ylläpidon kannalta.¹⁰² Tässä kontekstissa tiedonantovelvollisuuksia pidetään yleisesti ensisijaisena sijoittajansuojaan liittyvänä sääntelyvälineenä. Tiedonantovelvollisuuksien nojalla julkistetulla informaatiolla voi olla joko positiivinen tai negatiivinen vaikutus markkinatoimijan päätökseen ottaa osaa arvopaperimarkkinoilla tapahtuvaan vaihdantaan eli käytännössä likviditeettiin. Markkinatoimijan halukkuus osallistua vaihdantaan arvopaperimarkkinoilla saattaa laskea, jos tämä ei kykene arvioimaan informaation luotettavuutta tai informaation puutteesta johtuen vertailemaan eri sijoitusvaihtoehtoja. Vastaavasti standardisoitu ja luotettava informaatio on omiaan lisäämään luottamusta arvopaperimarkkinoiden toimintaan, mikä puolestaan vaikuttaa positiivisesti likviditeettiin.¹⁰³

Määrältään riittämätön ja laadultaan heikko informaatio ei välttämättä johda markkinatoimijoiden poistumiseen arvopaperimarkkinoilta, mutta puutteet informaatiossa ovat omiaan lisäämään markkinatoimijoiden transaktiokustannuksia, koska nämä joutuvat uhraamaan kustannuksia ja käyttämään aikaa informaation hankkimiseen ja sen laadun varmistamiseen.¹⁰⁴ Mitä tehokkaammin markkinat välittävät sijoituskohteita koskevaa olennaista informaatiota, sitä pienemmät ovat markkinatoimijoille aiheutuvat transaktiokustannukset.¹⁰⁵ Tiedonantovelvollisuuksilla voidaan vähentää transaktiokustannuksia asettamalla sääntelyllä julkistettavalle tiedolle määrällisiä ja laadullisia vaatimuksia. Lisäksi tiedonantovelvollisuus on luontevaa kohdistaa siihen tahoon, joka pystyy tuottamaan informaation pienimillä kustannuksilla. Esimerkiksi osakeantien kontekstissa juuri yhtiöllä itsellään on paras tieto osakeantipäätökseen vaikuttaneista seikoista, joten tiedonantovelvollisuuden kohdistaminen yhtiöön on luontevaa.

¹⁰¹ Vahtera 2011, s. 48.

¹⁰² Brinckmann 2021, s. 270–271.

¹⁰³ Brinckmann 2021, s. 270–271.

¹⁰⁴ Gilson – Kraakman 1984, s. 593.

¹⁰⁵ Gilson – Kraakman 1984, s. 593.

5.3 Arvopaperimarkkinayhdistyksen suositus

Arvopaperimarkkinayhdistyksen suunnattuja osakeanteja koskeva suositus liittyy hyvään arvopaperimarkkinatapaan. Suosituksessa on kyse niin sanotusta toimialan itsesääntelystä, jonka normatiivinen pohja on johdettavissa AML 11:28:stä sekä AML 1:2:stä. AML 11:28.1:n mukaan ”[p]örssi-yhtiön on suoraan tai välillisesti kuuluttava riippumattomaan, elinkeino-elämää laajasti edustavaan Suomessa perustettuun toimielimeen, joka on antanut hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisen edistämiseksi suosituksen kohdeyhtiön johdon toiminnasta julkisessa ostotarjouksessa ja määräysvallan ylläpitämistä koskevista sopimusperusteisista rakenteista, tai yrityskauppatilanteissa noudatettavien yhtiöoikeudellisten menettelytapojen ohjaamiseksi. Toimielin voi antaa näistä kysymyksistä myös lausuntoja.” Lainkohdan tarkoittama toimielin Suomessa on Arvopaperimarkkinayhdistys, jonka antama Ostotarjouskoodi on AML 11:28.1:ssa tarkoitettu suositus. AML 11:28.2:n nojalla Arvopaperimarkkinayhdistys voi antaa hyvän arvopaperimarkkinatavan edistämiseksi Ostotarjouskoodin¹⁰⁶ lisäksi myös muita arvopaperimarkkinain soveltamisalaa ja siihen liittyviä yhtiöoikeudellisia kysymyksiä koskevia suosituksia ja lausuntoja. Suunnattuja osakeanteja koskeva suositus on juuri tällainen hyvää arvopaperimarkkinatapaa koskeva suositus. Hyvä arvopaperimarkkinatapa on johdettavissa AML 1:2:n sisältämästä kiellosta menetellä hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti. Kielto koskee koko arvopaperimarkkinain soveltamisalaa, ja se kattaa myös muut rahoitusvälineet kuin arvopaperit. Kiellon soveltamisala on tarkoitettu laajaksi, koska on mahdollista, että arvopaperia tai rahoitusvälinettä markkinoidaan yleisölle tai käydään laajemmin julkista kauppaa säänneltyjen kauppapaikkojen ulkopuolella.¹⁰⁷ Yleissäännöksen tarkoituksena on korostaa sitä, että kaikkien arvopaperimarkkinoilla toimivien tulee noudattaa menettelytapoja, jotka ovat hyvän markkinatavan mukaisia.

Lain esitöiden mukaan yksityiskohtaisten säännösten puuttuessa hyvän arvopaperimarkkinatavan sisältö määräytyy ensisijaisesti markkinoilla ja käytänteissä, joita noudatetaan yksittäisissä sopimussuhteissa ja oikeus-toimissa. Itsesääntelyllä on merkittävä rooli hyvän arvopaperimarkkinatavan kehittämisessä. Finanssivalvonnan tehtäviin kuuluu edistää hyvien menettelytapojen noudattamista finanssimarkkinoilla antamalla määräyksiä, ohjeita ja lausuntoja sekä valvomalla hyvän arvopaperimarkkinatavan

¹⁰⁶ Arvopaperimarkkinayhdistys, Ostotarjouskoodi 2022.

¹⁰⁷ HE 32/2012 vp, s. 94–96.

noudattamista. Viime kädessä kysymys hyvän arvopaperimarkkinatavan sisällöstä määräytyy oikeuskäytännössä.¹⁰⁸ Arvopaperimarkkinayhdistyksen suosituksen osalta käytäntöä ja tulkintaratkaisuja voi syntyä myös Arvopaperimarkkinayhdistyksen markkinatapa lautakunnan ratkaisuksista, joita lautakunta antaa hakemuksesta suosituksen soveltamisesta ja hyvästä arvopaperimarkkinatavasta yksittäistapauksissa.

Suosituksen perusteluiden mukaan suosituksen tarkoituksena on yhtäältä ohjata ja toisaalta kehittää hyvää arvopaperimarkkinatapa. Sisällöllisesti suositus käsittelee suunnattuihin osakeanteihin liittyvien tietojen julkistamista erityisesti annin perustelujen ja hinnoittelun osalta.¹⁰⁹ Tyypillisesti Arvopaperimarkkinayhdistyksen suositukset koskevat pörssiyhtiöitä, mutta suunnattuja osakeanteja koskevaa suositusta sovelletaan myös First North -yhtiöiden suunnattuihin osakeanteihin.¹¹⁰ Kielto poiketa suosituksesta kuin myös sen ulottaminen First North -yhtiöihin on mitä ilmeisimmin johdettu siitä, että suosituksella täsmennetään hyvää arvopaperimarkkinatapa. Edellä esitetyn mukaisesti AML 1:2:n hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisen menettelyn kielto koskee kaikkia arvopaperimarkkinoilla toimivia.

On pidettävä mielessä, että suositus on kuitenkin nimensä mukaisesti vain suositus eikä Arvopaperimarkkinayhdistyksellä ole mahdollisuutta valvoa suosituksen noudattamista. Oma kysymyksensä on myös se, missä määrin itsesääntelyelimen suositus voi määrittää AML 1:2:n kiellon aineellisoikeudellista sisältöä Finanssivalvonnan tai tuomioistuimen ratkaisutoiminnassa. Toisaalta yksi Arvopaperimarkkinayhdistyksen perustajista on Nasdaq Helsinki Oy (Helsingin pörssi), jonka sääntöjen¹¹¹ mukaisessa kurinpitomenetelyssä liikkeeseenlaskijalle voidaan määrätä hyvän arvopaperimarkkinatavan rikkomisesta seuraamus kurinpitomenetelyssä.¹¹² Riski joutua kauppapaikan sääntöjen mukaiseen kurinpitomenetelyyn muodostaa kannustimen noudattaa suunnattuja osakeanteja koskevaa suositusta. Arvopaperimarkkinayhdistyksen suosituksessa ei ole kuitenkaan selkeästi mainittu, mitä suosituksen noudattamatta jättämisestä voi mah-

¹⁰⁸ HE 32/2012 vp, s. 96.

¹⁰⁹ Arvopaperimarkkinayhdistys, Suositus 30.9.2024 – Suunnatut osakeannit, s. 1–2.

¹¹⁰ Suosituksen perusteluiden mukaan sitä ”sovelletaan suomalaisiin osakeyhtiöihin, joiden osake on Suomessa kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla tai yhtiön hakemuksesta tai suostumuksella monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä”. Arvopaperimarkkinayhdistys, Suositus 30.9.2024 – Suunnatut osakeannit, s. 2.

¹¹¹ Markkinapaikan säännöissä on kyse myös itsesääntelystä, jonka noudattamiseen liikkeeseenlaskija sitoutuu hakeutuessaan markkinapaikalle.

¹¹² Nasdaq Helsinki, Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille, liite B, Osa I: Nasdaq First North Growth Market Rulebook for Issuers of Shares, kohta 8.2.

dollisesti seurata, mikä voi olla omiaan heikentämään suosituksen noudattamista ja ohjausvaikutusta.

Suunnattuja osakeanteja koskevassa suosituksessa korostuu se, että hyvän arvopaperimarkkinatavan näkökulmasta on tärkeää, että perusteet osakkeenomistajien merkintäoikeudesta poikkeamiselle julkistetaan selkeästi ja kattavasti. Suosituksen mukaan suunnattua osakeantia koskevista yhtiö- ja pörssitiedotteista tulisi käydä ilmi ainakin seuraavat tiedot:

1. syy osakkeenomistajien merkintäoikeudesta poikkeamiselle
2. kuvaus siitä, miten osakkeiden merkintähinta määräytyy ja miten merkintähinnan markkinaehtoisuudesta on varmistuttu tai on tarkoitus varmistua
3. tieto siitä, ketkä osakkeita ovat merkinneet.¹¹³

Suosituksen mukaan tiedotteesta olisi käytävä ilmi seikat ja olosuhteet, joihin yhtiön hallitus pohjaa näkemyksensä yhtiön kannalta painavasta taloudellisesta syystä. Nämä on kuvattava sellaisessa laajuudessa, että osakkeenomistajat ja sijoittajat voivat annettujen tietojen perusteella arvioida hallituksen päätöksentekoon vaikuttaneita seikkoja. Jos yhtiö vetoaa aika- ja kustannussäästöihin, yhtiön on perusteltava erityisesti, miksi aika- ja kustannussäästöt ovat yhtiön ja sen kaikkien osakkeenomistajien yhteisen edun kannalta ratkaisevia. Suosituksen perustelujen mukaan hyvän arvopaperimarkkinatavan mukaista ei ole aika- ja kustannussäästöjen osalta mainita asiasta yleisellä tasolla vaan yhtiön on perusteltava tarkemmin niiden merkitys yhtiön edun kannalta.¹¹⁴ Empiirisen analyysimme osalta juuri näitä tietoja on ollut paikoin haastava tunnistaa yhtiö- ja pörssitiedotteista.

Merkintähinnan määräytymisen osalta on yleensä riittävää ilmoittaa osakkeiden merkintähinnan määräytymisen perusteeksi tarjousmenettely tai riippumaton arviointi, jos merkintähinta on määräytynyt sen perusteella. Tiedotteessa on kuvattava mekanismi, jolla merkintähinnan markkinaehtoisuudesta on varmistuttu, jos merkintähinta määräytyy jollain muulla tavalla, kuten neuvottelujen perusteella. Perusteluissa todetaan, että merkintähinnan määräytymisen osalta avoimuuden tarve korostuu tilanteissa, joissa merkintähinta alittaa selvästi antia edeltäneen kaupankäyntihinnan. Suosituksen perusteluiden mukaan tarjousmenettely on yleensä järjestetty

¹¹³ Arvopaperimarkkinayhdistys, Suositus 30.9.2024 – Suunnatut osakeannit, s. 1.

¹¹⁴ Arvopaperimarkkinayhdistys, Suositus 30.9.2024 – Suunnatut osakeannit, s. 1, 4.

asianmukaisesti, kun se on julkistettu, suurempi joukko sijoittajia¹¹⁵ voi ilmoittaa kiinnostuksensa osallistua osakeantiin ja tarjousmenettelyssä on ollut riittävästi osallistujia, jotta hinnanmuodostusta voidaan pitää luotettavana.¹¹⁶ On positiivista, että suosituksessa täsmennetään merkintähinnan määräytymisperusteita. Suosituksessa ei kuitenkaan suoranaisesti edellytetä merkintäalennuksen ilmoittamista, jonka osalta tiedottamiskäytäntö on ollut epäyhdenmukainen.

Jos osakeanti suunnataan tietyille ennalta määritellyille yksittäisille sijoittajille, yhtiön tulee perustella, miksi osakkeita tarjotaan juuri näille sijoittajille. Suosituksen perusteluissa tunnistetaan, että suunnatun osakeannin onnistuneen toteuttamisen edellytyksenä voi olla yhden tai useamman suuren osakkeenomistajan osallistuminen antiin. Tällöin korostuu tarve perustella, miksi osakeanti on suunnattu näille osakkeenomistajille.¹¹⁷

6 JOHTOPÄÄTÖKSET

Läpikäydyn aineiston perusteella tiedottaminen nopeutetuissa tarjousmenettelyissä toteutetuista suunnatuista osakeanneista on ollut joiltain osin riittämätöntä ja tiedottamiskäytäntöjä on tarpeen arvioida kriittisesti ja kehittää edelleen. Arvopaperimarkkinayhdistyksen 30.9.2024 antama hyvää arvopaperimarkkinatapa koskeva suositus on siten perusteltu. Suosituksen osalta aika näyttää, missä määrin tiedottamiskäytänteet parantuvat uuden suosituksen myötä. Läpikäymämme aineiston perusteella ennen Arvopaperimarkkinayhdistyksen suosituksen voimaantuloa tiedottamisessa on ollut tunnistettavissa kolme selkeää ongelmaa:

1. Tiedotteissa ei ole kuvattu tai perusteltu painavaa taloudellista syytä riittävästi, jotta sijoittaja kykenisi kaikissa tilanteissa arvioimaan perustetta poiketa osakkeenomistajan merkintäetuoikeudesta. Heikoimmillaan tiedotteessa ei ole todettu lainkaan painavaa taloudellista syytä tai tiedotteeseen on kopioitu ympäröivä vakiolauskeksen muotoinen perustelu. Useissa tiedotteissa on esimerkiksi tyydytty toteamaan, että ”osakeannilla yhtiön odotetaan keräävän varoja kustannustehokkaasti ja kohtuullisessa ajassa yhtiön hallituksen arvion mukaan edullisemmilla ehdoilla kuin olisi muutoin saatavilla, ja osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta poikkeaa-

¹¹⁵ Esimerkiksi esiteasetuksen tarkoittamia kokeneita sijoittajia.

¹¹⁶ Arvopaperimarkkinayhdistys, Suositus 30.9.2024 – Suunnatut osakeannit, s. 1, 5–6.

¹¹⁷ Arvopaperimarkkinayhdistys, Suositus 30.9.2024 – Suunnatut osakeannit, s. 1, 5.

miselle on siten yhtiön kannalta painava taloudellinen syy”, eikä tiedotteessa ole avattu laajemmin, mihin hallituksen arvio perustuu. Yleisistä vakiolausekemuotoisista perusteluista voi helposti jäädä vaikutelma, ettei perustetta etuoikeudesta poikkeamiselle ole erityisemmin pohdittu.

2. Tiedotteissa ei ole juurikaan otettu kantaa siihen tai esitetty perusteluja sille, miksi antia ei ole voitu toteuttaa merkintäetuoikeusantina. Tämä vaikuttaa negatiivisesti sijoittajien mahdollisuuteen arvioida, onko merkintäetuoikeusantia edes pohdittu vaihtoehtona ja millä perusteilla on päädytty siihen, ettei antia voitu toteuttaa merkintäetuoikeusantina.¹¹⁸
3. Tiedotteissa ei ole kuvattu riittävän kattavasti, miten hinta on tarjousmenettelyssä määräytynyt tietylle tasolle. Tieto on tarpeen, jotta sijoittajat voisivat arvioida hinnan määräytymisen luotettavuutta riittävästi. Useassa tiedotteessa on tyydytty toteamaan, että merkintähinta on määräytynyt nopeutetussa tarjousmenettelyssä. Tällöin tiedotteessa ei kuitenkaan ole kerrottu tarjousmenettelyyn osallistuneiden sijoittajien määrää eikä osakkeisiin kohdistunutta kysyntää tarjousmenettelyssä. Tarjousmenettelyssä tapahtuvan hinnanmuodostuksen tehokkuuteen vaikuttaa olennaisesti niin tarjousmenettelyyn osallistuvien sijoittajien määrä kuin siinä tehtyjen tarjousten määrä. Tiedotteissa ei myöskään kuvata kovinkaan kattavasti, miten annissa toteutunutta merkintäalennusta on katsottu perustelluksi annissa.

Tiedottamisessa painavan taloudellisen syyn perustelemiseen ja tiedottamisen avoimuuteen tulisi kiinnittää huomiota erityisesti silloin, kun (a) annin koko on huomattava suhteessa olemassa olevien osakkeiden määrään ja (b) suunnatussa annissa annettava merkintäalennus on suuri suhteessa yhtiön osakkeen kurssihintaan. Annin ollessa suuri on annilla tavanomaisesti merkittävä vaikutus omistussuhteisiin – osakkeiden suuri suhteellinen määrä on omiaan laimentamaan olemassa olevien osakkeiden hintaa, jos merkintäalennus on suuri. Näissä tapauksissa painavan taloudellisen syyn tulisi olla selkeästi havaittavissa. Lisäksi olisi suotavaa huolellisesti kuvata perusteet sille, miksi antia ei ole voinut toteuttaa merkintä-

¹¹⁸ Monissa tilanteissa painavan taloudellisen syyn olemassaolo saattaa itsessään olla syy osakeannin toteuttamiselle suunnattuna antina. On kuitenkin ymmärrettävä, ettei painavan taloudellisen syyn olemassaolo edellytä suunnatun osakeannin käyttämistä. Joissain tilanteissa merkintäoikeusanti ja suunnattu osakeanti voivat molemmat olla realistisia ja keskenään vertailukelpoisia vaihtoehtoja yhtiölle.

etuoikeusantina. Tällaisessa tilanteessa tiedottamisessa olisi hyvä kuvata avoimesti ne seikat (esimerkiksi neuvonantajan antamat selvitykset), joiden perusteella yhtiön hallitus on arvioinut, ettei anti olisi ollut toteutettavissa lainkaan tai osittain merkintäetuoikeusantina. Mikäli annilla kerättävien varojen määrä on puolestaan suuri, useita kymmeniä miljoonia, voidaan lähtökohtaisesti olettaa, että antia varten tehdään huolellinen selvitys jo sen vuoksi, että myös suunnatun annin myyminen edellyttää yhteydenpitoa ja myyntityötä suhteessa suurempaan määrään sijoittajia ja siten suurempaa työtä kuin pienemmän annin myyntiä. Työmäärä ja suunnatusta annista maksettava palkkio tulisi myös huomioida arvioitaessa painavaa taloudellista syytä suhteessa merkintäetuoikeusannin tekemiseen.

Sijoittajat tarvitsevat yhtäältä riittävät tiedot sijoituspäätöksensä arvioimiseksi niin ex ante kuin ex post. Suunnattu osakeanti tarkoittaa aina poikkeamista osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta, minkä seurauksena osakkeenomistajakollektiivin sisäiset määräysvaltasuhteet voivat muuttua olennaisesti. Lisäksi mahdollinen merkintäalennus vaikuttaa usein osakkeen kurssihintaan, millä on vaikutus kaikkien osakkeenomistajien taloudelliseen asemaan. Tällöin on tärkeää, että annin perusteet ja mahdollisen merkintähinnassa annetun alennuksen määrä käyvät selkeästi pörssi- tai yhtiötiedotteesta ilmi. Olennaista on myös se, että tiedotteesta käy ilmi riittävän selkeästi OYL 9:4:ssä edellytetyn painavan taloudellisen syyn vaatimuksen täyttyminen. Tämä on edellytys sille, että niin osakkeenomistajat kuin muut sijoittajat voivat tehdä yhtiön liikkeeseen laskemasta arvopaperista perustellun sijoituspäätöksen. Edellä esitetty sijoittajien tiedollisen tason parantamiseen pyrkivä Arvopaperimarkkinayhdistyksen suositus laajasti noudatettuna on arvopaperimarkkinasääntelyn teoreettisen viitekehyksen näkökulmasta suhteellisen hyvin perusteltavissa oleva sääntelyväline.

Transaktiokustannusten teorian mukaan tiedonantovelvollisuudet ovat perusteltuja, jos ne nettomääräisesti vähentävät markkinatoimijoiden transaktiokustannuksia verrattuna tilanteeseen, jossa tiedonantovelvollisuuksia ei olisi säädetty.¹¹⁹ Toisin sanoen sääntelyä on pidettävä onnistuneena ja tarpeellisena, jos lainsäätäjän interventiolla markkinatoimijoiden kokonaistransaktiokustannukset laskevat, kun huomioidaan myös tiedon tuottamisesta aiheutuneet kustannukset.¹²⁰ Tästä syystä toimialan itsesääntelyä on pidettävä hyvänä sääntelyratkaisuna. Myös tiedon tuottamisesta aiheutuu liikkeeseenlaskijoille kuluja, joten suosituspohjaista sääntelyä voidaan

¹¹⁹ Brinckmann 2021, s. 268–269.

¹²⁰ Timonen 1997, s. 100.

pitää hyvänä ensivaiheen ratkaisuna. Se jättää enemmän joustovaraa yhtiöille tiedon tuottamisen ja tapauskohtaisten olosuhteiden huomioimisen osalta kuin esimerkiksi pakottava ja kaavamainen sääntely. Koska mahdolliset seuraamukset itsesääntelyn noudattamatta jättämisestä eivät kuitenkaan ole erityisen selkeitä, voi itsesääntelyn ohjausvaikutus jäädä pakottavaa lainsäädäntöä tai markkinapaikan sitovia sääntöjä vähäisemmäksi. Näin ollen tiedottamiskäytännön kehittymistä on syytä tarkastella myös jatkossa.

Yleisesti voidaan myös todeta, että yhtiön niukka tiedottaminen suunnasta osakeannista on omiaan johtamaan negatiiviseen kurssireaktioon annin jälkeen, mikäli yhtiö ei ole kyennyt tarjoamaan sijoittajille kunnollisia perusteita annin toteuttamiselle. Selkeämpi ja laajempi tiedottaminen palvelisi todennäköisesti niin yhtiön kuin osakkeenomistajakollektiivin etua. Antia seuraavan kurssireaktion voi olettaa olevan lievempi, jos suunnatun annin toteuttamiselle on kerrottu tiedotteessa selkeät ja vankat taloudelliset perusteet riittävine perusteluineen.

Arvopaperimarkkinayhdistyksen suositus on sisällöllisesti varsin kattava ja seikkaperäinen, mutta siinä ei oteta kantaa osakeannin merkintäaalenuksesta tiedottamiseen. Mikäli osakeannin merkintäaalenuksesta ei tiedoteta riittävän selkeästi, sijoittajien voi olla vaikeaa suhteuttaa osakeannilla kerätyn pääoman kustannusta¹²¹ yhtiölle mahdollisesti muutoin tarjolla oleviin vaihtoehtoihin kerätä pääomia. Koska nopeutetussa tarjousmenetelyssä toteutettuja suunnattuja anteja perustellaan usein annin edullisilla kuluilla ja nopeudella, tulisi pörssi- ja yhtiötiedotteista myös käydä selkeästi ilmi annin arvioidut kulut ja annin valmisteluihin kulunut aika, jotta sijoittajilla olisi tosiasiallisesti mahdollisuus arvioida annin järjestämiskuluja ja nopeutta¹²² suhteessa yhtiön muihin käytettävissä oleviin rahoitusvaihtoehtoihin. Perusteet sille, ettei antia voida toteuttaa merkintäetu-oikeusantina, tulisi myös kuvata avoimesti samoin kuin se, mihin yhtiön hallituksen näkemys perustuu.

¹²¹ Eli osakeomistuksen laimenemisvaikutuksen ja mahdollisen osakeomistuksen arvonalaskun suhdetta osakkeenomistajakollektiivin kerätystä pääomasta saamaan hyötyyn.

¹²² Annin nopea järjestäminen voi olla perusteltua sen takia, että markkinatilanne voi olla suotuisa ja aikaikkuna suotuisan markkinatilanteen hyödyntämiselle voi joskus olla kapea. Jos antihinta on kuitenkin selkeästi yhtiön osakkeen edeltänyttä kurssihintaa (esimerkiksi kolmen kuukauden keskikurssihintaa) alhaisempi, voi se indikoida, ettei yhtiö tosiasiaa kykene hyödyntämään hyvää markkinatilannetta annissaan.

LÄHTEET

Kirjallisuus

- Airaksinen, Manne – Rasinaho, Vesa – Pulkkinen, Pekka, Osakeyhtiö I–II. 3., uudistetun painoksen päivitetty verkkoversio. Alma Talent 2021.
- Akerlof, George, The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics* 84(3) 1970, s. 488–500.
- Black, Bernard, Shareholder Passivity Reexamined. *Michigan Law Review* 89(3) 1990, s. 520–608.
- Bobenhausen, Nils – Salzmann, Astrid Juliane, Discount, transparency and announcements effects of equity rights offerings: international evidence. *Journal of Business Economics* 91(1) 2021, s. 733–758.
- Brinckmann, Hendrik, Disclosure System – Foundations, s. 268–271 teoksessa Rüdiger Veil (ed.), *European Capital Markets Law*. Third edition. Hart Publishing 2021.
- Collin, Jesse, Osake ja moderni arvopaperimarkkinat – yhtiö- ja arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus pörssiyhtiön osakkeen omistuksen oikeudellisen luonteen ja tiettyjen rahoitusvälineiden välisestä suhteesta. Alma Talent 2020.
- Fama, Eugene – Jensen, Michael, Agency Problems and Residual Claims. *The Journal of Law and Economics* 26(2) 1983, s. 327–349.
- Gilson, Ronald J. – Kraakman, Reinier H., The Mechanisms of Market Efficiency. *Virginia Law Review* 70(4) 1984, s. 549–644.
- Grossman, Sanford – Hart, Oliver, Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation. *The Bell Journal of Economics* 11(1) 1980, s. 42–64.
- Hart, Oliver, Corporate Governance: Some Theory and Implications. *The Economic Journal* 105(430) 1995, s. 678–689.
- Heinkel, Robert – Schwartz, Eduardo S., Rights versus Underwritten Offerings: An Asymmetric Information Approach. *The Journal of Finance* 41(1) 1986, s. 1–18.
- Hudson, Alastair, *The Law of Finance*. Second edition. Sweet & Maxwell 2013.
- Huttunen, Allan, Yhteisöoikeudellisia kirjoituksia. 5, Suunnatun annin perusteesta (Ari Saarnilehto, toim.). Turun yliopisto 2005.
- Häyrynen, Janne, Arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttö. *Suomalainen Lakimiesyhdistys* 2006.
- Kritzer, Herbert M., *Advanced Introduction to Empirical Legal Research*. Edgar Elgar Publishing 2021 (verkkojulkaisu).
- Laine, Juhani, Suunnattu maksuton osakeanti ja sen peruste esimerkkinä osakkeenomistajien taloudellisen yhdenvertaisuuden merkityksestä suomalaisessa osakeyhtiössä. *Talentum Pro* 2016.
- Lautjärvi, Kari, Yhtiön etu yhtiön johdon päätöksissä ja toimissa. Alma Talent 2017.
- Luukkonen, Marja, *Sijoittajan velvollisuudet*. Helsingin yliopisto 2018.
- Mähönen, Jukka – Villa, Seppo, Osakeyhtiö I. Yleiset opit. 3., uudistettu painos. Alma Talent 2015.

- Mähönen, Jukka – Villa, Seppo, Osakeyhtiö II. Pääomarakenne ja rahoitus. 4., uudistettu painos. Alma Talent 2020.
- Määttä, Kalle, Oikeustaloustieteen perusteet. 2., uudistettu laitos. Edita 2016.
- Pönkä, Ville, Yhdenvertaisuus osakeyhtiössä. Sanoma Pro 2012.
- Pönkä, Ville, Yhtiön etu – osakeyhtiöoikeudellinen näkökulma II. Lakimies 2/2013, s. 215–229.
- Pönkä, Ville, Vastaväittäjän lausunto väitöskirjasta Laine, Juhani: Suunnattu maksuton osakeanti ja sen peruste esimerkkinä osakkeenomistajien taloudellisen yhdenvertaisuuden merkityksestä suomalaisessa osakeyhtiössä. Lakimies 1/2017, s. 120–130.
- Raitio, Jarkko, Osakkeen suuntaaminen. Taloudelliset syyt perusteena poiketa omistusoisuuden pysyvyydestä. Lakiasiaihuone 2014.
- Schultén, Gerhard af, Osakeyhtiölain kommentaari I. Talentum 2003.
- Schultén, Gerhard af, Innehåller nya aktiebolagslagens stadganden för mycket dispositiva regler? Tidskrift utgiven av Juridiska Föreningen i Finland 3/2006, s. 309–318.
- Sedbom, Sakari, Sisäpiiritiedon määritelmä ja sisäpiiritiedon määrittäminen yritysjärjestelyssä. Lakimies 6/2017, s. 838–863.
- Timonen, Pekka, Määräysvalta, hinta ja markkinavoima. Lakimiesliiton Kustannus 1997.
- Vahtera, Veikko, Osakeomistuksen riski ja sääntely. Lakimiesliiton Kustannus 2011.
- Vahtera, Veikko, KKO 2018:19 – Suunnatun osakeannin hyväksyttävyyys. Lakimies 6/2018, s. 775–786.
- Ventoruzzo, Marco – Mock, Sebastian, Market Abuse Regulation: Commentary and Annotated Guide. Second edition. Oxford University Press 2022.
- Villa, Seppo, Yhtiön etu ja yhteiskuntavastuu, s. 332–340 teoksessa Paula Paloranta (toim.), Keskuskauppakamarin liiketapalautakunta 80 vuotta. Alma Talent 2017.
- Villa, Seppo, Suunnattu osakeanti ja painava taloudellinen syy: KKO:2018:19. Defensor Legis 4/2018, s. 722–728.
- Walla, Fabian, Short Sales and Credit Default Swaps, s. 459–475 teoksessa Rüdiger Veil (ed.), European Capital Markets Law. Second edition. Hart Publishing 2017.

Virallislähteet

Suomi

- HE 27/1977 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi.
- HE 11/1992 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi osakeyhtiölain muuttamisesta.
- HE 109/2005 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi.
- HE 32/2012 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle arvopaperimarkkinoita koskevaksi lainsäädännöksi.
- Luonnos hallituksen esitykseksi eduskunnalle Euroopan unionin listautumissäädöksen täytäntöönpanoa koskevaksi lainsäädännöksi.

Eurooppa

COM(2020) 590 final. Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, neuvostolle ja Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle ja alueiden komitealle, Pääomamarkkinaunioni ihmisille ja yrityksille – uusi toimintasuunnitelma.

COM(2022) 760 final. Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi direktiivin 2014/65/EU muuttamisesta EU:n pääomamarkkinoiden houkuttelevuuden lisäämiseksi yrityksille ja pienten ja keskisuurten yritysten pääomanhankinnan tehostamiseksi sekä direktiivin 2001/34/EY kumoamisesta.

COM(2022) 761 final. Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi osakeidensa ottamista kaupankäynnin kohteeksi pk-yritysten kasvumarkkinalla hakevien yritysten moniääniosakerakenteista.

COM(2022) 762 final. Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi asetusten (EU) 2017/1129, (EU) 2014/596 ja (EU) 600/2014 muuttamisesta EU:n pääomamarkkinoiden houkuttelevuuden lisäämiseksi yrityksille ja pienten ja keskisuurten yritysten pääomanhankinnan tehostamiseksi.

SWD(2022) 762 final. Commission Staff working document – Impact assessment report.

Muut lähteet

Aktiemarknadens Självreglerings Kommité, Regler om riktade kontantemissioner, 7.7.2023.

Arvopaperimarkkinayhdistys, Ostotarjouskoodi 2022.

Arvopaperimarkkinayhdistys, Suositus 30.9.2024 – Sunnatus osakeanti.

Finanssivalvonta, Markkinat-tiedote 2/2017.

Nasdaq Helsinki, Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille.

Nasdaq First North Growth Market Rulebook for Issuers of Shares.

Internetlähteet

Arvopaperi, Pörssiyhtiöt keräävät rahaa yhä useammin suunnatuilla aneilla ja näin niitä on perusteltu – ”Hyvä väline, mutta on tilanteita, joissa sitä voidaan käyttää väärin”, 7.6.2021, osoitteessa <https://www.arvopaperi.fi/uutiset/porssiyhtiot-keravat-rahaa-yha-useammin-suunnatuilla-aneilla-ja-na-in-nya-on-perusteltu-hyva-valine-mutta-on-tilanteita-joissa-sita-voidaan-kayttaa-vaarin/f1b6b06c-e399-4fa5-b1d7-df7904721e73> (vierailtu 10.2.2025).

Helsingin Sanomat, YIT:n osinko osui piensijoittajan nilkkaan, 15.3.2024, osoitteessa <https://www.hs.fi/visio/art-2000010290956.html> (vierailtu 10.2.2025).

Kauppalehti, Scanfilin osakeanti herättää kysymyksiä, 21.3.2016, osoitteessa <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/scanfilin-osakeanti-herattaa-kysymyksia/9135cca7-accd-3516-aaf5-dde5a79f09f2> (vierailtu 10.2.2025).

- Kauppalehti, Piensijoittajat paitsiossa Scanfilissä, 18.4.2016, osoitteessa <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/a/8b1142e8-7c13-3b0f-bd82-598481224b78> (vierailtu 10.2.2025).
- Kauppalehti, Goforen suunnattu osakeanti hämmentää sijoittajia – ”Näyttää kaikessa teatterimaisuudessaan häikäilemättömältä”, 23.4.2021, osoitteessa <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/goforen-suunnattu-osakeanti-hammentaa-sijoittajia-nayttaa-kaikessa-teatterimaisuudessaan-haikaleimattomalta/d7c73269-0a99-4fe9-8381-a19bb80f05dd> (vierailtu 10.2.2025).
- Nasdaq, Nasdaq Nordic introduces an auction model to support less liquid shares on Nasdaq First North Growth Market, 29.3.2023, osoitteessa <https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b000f3cc32ea09e51208943b6940166c7&lang=en&src=rss> (vierailtu 10.2.2025).

OIKEUSKÄYTÄNTÖ

Korkein oikeus

KKO 2018:19

Käräjäoikeudet

Länsi-Uudenmaan käräjäoikeus, asia L 13/4894, tuomio 11.9.2013

DISCLOSURE OF A SIGNIFICANT FINANCIAL REASON IN THE CONTEXT OF DIRECTED SHARE OFFERINGS – AN EMPIRICAL STUDY ON ACCELERATED BOOKBUILD OFFERINGS CONDUCTED BY FINNISH LISTED COMPANIES

This paper investigates the disclosure practices associated with directed share issues, specifically focusing on accelerated bookbuild offerings (ABOs) conducted by Finnish publicly traded companies listed on the Nasdaq Helsinki main market and the First North Growth Market. ABOs conducted through directed share issues — a method by which shares are allocated to a limited group of professional investors — have sparked significant public debate in Finland. Criticism primarily revolves around subscription discounts offered to investors – discounts that, in some cases, have been as high as 18.4 per cent compared to the closing market price prior to the ABO. Additionally, concerns have been raised about the exclusion of minority shareholders from these types of share issues, questioning whether such practices align with the mandate in the Finnish Companies Act (FCA) requiring a “weighty financial reason” for derogating from shareholders’ pre-emptive subscription rights.

The study evaluates the extent to which companies have communicated these “weighty financial reasons” in their stock exchange disclosures during the period from 19 March 2010 to 27 November 2024. The empirical analysis covers 42 ABOs, including 22 by companies listed on Nasdaq Helsinki and 20 by First North companies, with data derived from stock exchange and company releases archived in the national central storage facility maintained by Nasdaq Helsinki. The research excludes cases where shareholder authorisation was specifically granted for directed share issues through a general meeting decision just before conducting an ABO, as such cases allow for shareholder inquiry and discussion.

A key aspect of this analysis is the recent issuance of a recommendation by the Finnish Securities Market Association on 30 September 2024, which offers guidelines for improved disclosure of information regarding directed share issues. The recommendation, applicable to share issues disclosed on or after 1 December 2024, seeks to align disclosure practices with the principles of good securities market practice as stipulated in the Finnish Securities Markets Act. This paper assesses how these recommendations correspond to the theoretical framework of capital markets law.

The research is structured to address two central questions. First, does the empirical evidence from company disclosures substantiate the exist-



tence of a weighty financial reason for conducting ABOs, as required by the FCA? Second, how appropriate are the Securities Market Association's recommendations when evaluated against the existing regulatory framework?