



## Hyvä arvopaperimarkkinatapa suunnatussa osakeannissa

### Asia

Hyvä arvopaperimarkkinatapa suunnatussa osakeannissa

### Hakemus

Hannes Snellman Asianajotoimisto Oy on pyytänyt Nasdaq First North Growth Marketissa ja Lontoon AIM-markkinapaikalla noteeratun Faron Pharmaceuticals Oy:n (Faron tai Yhtiö) toimeksiannosta markkinatapalautakunnan ratkaisusuositusta yhtiön suunnittelemaan osakeantiin liittyen.

#### Tausta

Faron on kevään 2024 aikana tiedottanut rahoitustilanteestaan, jo hankitusta siltarahoituksesta sekä suunnitelmista lyhyemmän ja pidemmän aikavälin rahoituksen osalta. Yhtiön 19.2.2024, 21.2.2024, 4.3.2024, 13.3.2024 ja 28.3.2024 julkistamat yhtiötiedotteet on toimitettu hakemuksen liitteenä. Yhtiö on 4.3.2024 tiedottanut jatkavansa aktiivisia pyrkimyksiä ja keskusteluja varmistukseen lyhyen ja pitkän aikavälin rahoitustarpeensa. Tässä yhteydessä ja 13.3.2024 julkistetussa yhtiökokouskutsussa Yhtiö ilmoitti Yhtiön hallituksen (Hallitus) aikovan esittää 5.4.2024 kokoontuvalle varsinaiselle yhtiökokoukselle (Yhtiökokous) suurempaa osakeantivaltuutusta kattamaan Yhtiön vuoden 2024 rahoitustarpeet alustavasti yleisöannin kautta (jossa ylimerkintätilanteessa osakkeita allokoitaisiin ensisijaisesti nykyisille osakkeenomistajille ja siltarahoitusta antaneille lainantantajille soveltuvan arvopaperimarkkinasääntelyn mukaisesti) (Osakeanti) ja että Osakeanti olisi tarkoitus toteuttaa mahdollisimman pian sen jälkeen, kun tarvittavat valmistelut on tehty ja hyväksynät saatu.

Ehdotuksen taustalla on Faronin toive antaa nykyisille osakkeenomistajilleen mahdollisuus osallistua Osakeantiin. Yhtiö on ennen em. tiedotteita selvittänyt eri toteutusvaihtoehtoja kotimaisten ja ulkomaisten (pääasiassa englantilaisten) neuvonantajien kanssa. Osakeyhtiölain mukaisen merkintäoikeusannin järjestäminen olisi (ollut) Yhtiön oma toive. Alla lyhyesti kohdassa ”Suunnitellun rakenteen pääkohdat” kuvatuista syistä Osakeantia ei kuitenkaan ole käytännössä mahdollista toteuttaa osakeyhtiölain mukaisena merkintäetuoi-keusantina, jossa osakkeenomistajille tarjottaisiin siirtokelpoinen merkintäoi-keus. Yhtiö on siten pyrkinyt löytämään vaihtoehtoisen rakenteen, jolla anti voidaan järjestää osakkeenomistajat osallistaen, heidän etunsa turvaten ja tavalla, jossa osakkeenomistajat antivaltuutusta koskevaa päätöstä tehdessänsä ovat tietoisia annin suunnitellusta rakenteesta ja siitä, että siirtokel-poista merkintäoikeutta ei voida antaa.

Yhtiöltä saadun tiedon mukaan tämän hakemuksen hetkellä noin 19,8 prosenttia Yhtiön osakkeista on depositary interest -talletustodistusten haltijoilla. Yhtiöllä ei ole yksittäisiä pienempiä omistuksia lukuun ottamatta



tiedossa muita merkittäviä Yhdistyneessä kuningaskunnassa olevia osakkeenomistajia, joskin luonnollisesti hallintarekisteröityjen osakkeenomistajien osalta Yhtiön käytössä olevat tiedot ovat rajalliset. Euroclearissa osakkeenomistajia on yhteensä noin 11 300, ja depositary interest -talletustodistusten haltijoiden lukumäärä on 116 kappaletta. Yhtiön arvio Yhdistyneessä kuningaskunnassa olevien omistajien määrästä (ao. talletustodistusten haltijoiden takana) on noin 1 500.

Nasdaq Helsinki on suunnitellun rakenteen osalta käydyissä ja yhtiökokouksua edeltäneissä ennakkokeskusteluissa kiinnittänyt Yhtiön huomiota muun muassa pörssin kurinpitolahtakunnan vuonna 2002 antamaan ratkaisuun, jossa lautakunta antoi Stromsdal Oyj:lle huomautuksen hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesta toiminnasta, kun osakkeenomistajille ei ollut tarjottu siirtokelpoista merkintäoikeutta.

#### Suunnitellun rakenteen pääkohdat

13.3.2024 julkistetussa yhtiökokouksutuksessa Faron on taustoittanut haettavaa osakeantivaltuutusta seuraavasti:

*”Mikäli Yhtiökokous hyväksyisi suunniteltua Osakeantia koskevan valtuutuksen ja tarvittavat hyväksynät on saatu sekä huomioiden markkinaolosuhteet, merkintäajan odotetaan parhaillaan sijoittuvan vuoden 2024 ensimmäiselle puoliskolle.*

*Valtuutusta esitetään käytettäväksi esimerkiksi Yhtiön lyhytaikaisen rahoituksen takaisinmaksuun, Yhtiön taseen ja pääomarakenteen vahvistamiseen sekä Yhtiön toimintojen rahoittamiseen vuoden 2024 aikana. Mikäli Yhtiö tarvitsisi muita valtuutuksia Yhtiökokouksessa esitettyjen lisäksi, niiden osalta ehdotukset tehtäisiin ja käsiteltäisiin ylimääräisessä yhtiökokouksessa.*

*Valtuutusta haetaan suunnitellulle suunnatulle osakeannille sekä muuten Hallitukselle myönnettävin laajoin harkintaoikeuksin, jotta Yhtiö voi järjestää suunnitellun Osakeannin mahdollisimman joustavasti ja myös Yhtiön osakkeenomistajat huomioivalla tavalla, tarvittavassa aikataulussa ja edullisimmilla mahdollisilla ehdoilla sekä kattamaan Yhtiön siltarahoituksen tarpeet.*

*Yhtiön AIM-listauksesta johtuen Brexitin jälkeisen merkintäoikeusannin järjestäminen edellyttäisi erillisiä viranomaishyväksyntäprosesseja Suomessa ja Yhdistyneessä kuningaskunnassa. Niiden toteuttaminen olisi haastavaa, aikaa vievää ja kallista. Tämän vuoksi Yhtiön tämän hetken arvion nojalla todennäköisin suunnitellun Osakeannin rakenne olisi (i) yleisöanti Suomessa ja private placement -järjestelyt ETA-alueella sekä (ii) Yhdistyneessä kuningaskunnassa järjestettävä erillinen, määrältään aina alle 8 miljoonan euron suuruinen osakkeiden (tai talletustodistusten) ”open offer” (avoin tarjous) nykyisille Yhdistyneessä kuningaskunnassa oleville osakkeenomistajille (tai talletustodistusten haltijoille). Soveltuvien sääntöjen ja poikkeusten mukaisesti myös rajoitettu määrä ETA-alueen ulkopuolella olevia sijoittajia voisi osallistua Suomessa järjestettävään yleisöantiin, aina Osakeannin lopullisten ehtojen mukaisesti.*



*Suunniteltu Suomessa järjestettävä yleisöanti voitaisiin järjestää siten, että Hallitus määrittäisi merkintähinnan (tai hintahaarukan) ja annettavien osakkeiden enimmäismäärän ennen suunnitellun Osakeannin merkintäajan alkamista. Nykyiset osakkeenomistajat eivät saisi merkintäoikeuksia, mutta heillä olisi oikeus osallistua Osakeantiin ja merkitä osakkeita suunnitellun Osakeannin ehtojen mukaisesti. Suomessa järjestettävä Osakeanti voisi sisältää erillisen yleisöannin ja instituutioannin, ja ylimerkintätilanteessa osakkeita allokoitaisiin ensisijaisesti nykyisille osakkeenomistajille ja siltarahoituksen lainanantajille lopullisissa Osakeannin ehdoissa tarkemmin määritellyllä tavoin. Yhdistyneessä kuningaskunnassa järjestettävä open offer tehtäisiin osakkeenomistajille ja talletustodistusten haltijoille, joiden kotipaikka on Yhdistyneessä kuningaskunnassa ja heille voitaisiin antaa mahdollisuus antaa oman pro rata -osuuden ylittäviä sitoumuksia kuitenkin siten, että open offerin koko olisi aina rajoitettu alle 8 miljoonaan euroon.”*

Ehdotettu valtuutus jättää rakenteeseen joustovaraa, mutta rajoittaa valtuutuksen käyttämisen seuraavasti:

*”Valtuutus olisi voimassa 2025 pidettävän varsinaisen yhtiökokouksen päättämiseen saakka ja sitä voi käyttää ainoastaan suunnitellun yleisöannin ja Yhtiön olemassa olevien siltarahoitustarpeiden kattamiseen.”*

#### Keskeiset erot Stromsdal-tapaukseen verrattuna ja osakkeenomistajien edun turvaaminen

Osakeyhtiölain mukaisen merkintäoikeusannin järjestäminen olisi (ollut) Yhtiön oma toive. Yhtiö on kuitenkin – selvitettyään laajasti käytettävissä olevia ja teoriassa mahdollisia vaihtoehtoja kotimaisten ja ulkomaisten neuvonantajien kanssa sekä konsultoiden Hyväksytyä neuvonantajaansa ja Nominated Advisoriaan – joutunut valitettavasti toteamaan, että merkintäoikeusannin järjestäminen ei ole käytännössä toteutettavissa AIM-listauksen, Yhdistyneessä kuningaskunnassa olevien osakkeenomistajien (tai depositary interest -talletustodistusten haltijoiden) määrän vuoksi sekä huomioiden Brexitin jälkeinen tilanne, jossa esitteiden vastavuoroista tunnustamista (passporting) ei enää ole mahdollista tehdä. Yhtiö on lisäksi muun muassa selvittänyt mahdollisuutta toteuttaa Osakeanti tavalla, jolla osakkeenomistajat (tai muut kuin Yhdistyneessä kuningaskunnassa sijaitsevat omistajat) saisivat siirtokelpoisen merkintäoikeuden ja voisivat käydä merkintäoikeudella kauppaa. Euroclear Finland on valitettavasti indikoinut, että tämä vaihtoehto ei ole teknisesti toteutettavissa, mikäli antia ei järjestetä merkintäoikeusantina (joka ei yllä todetusti ole käytännössä mahdollista). Merkintäoikeuksia syntyisi todennäköisesti myös erittäin suuri määrä, jolloin niille ei välttämättä käytännössä muodostuisi arvoa.

Yhtiö suunnittelee rakennetta, joka Yhtiön käsityksen mukaan turvaa parhaalla mahdollisella tavalla osakkeenomistajien aseman ja oikeudet. Yhtiö on selvittänyt laajasti erilaisia käytössä olevia rahoitusvaihtoehtoja ja pitää myös näiden selvitysten pohjalta nyt ehdotettua antirakennetta parhaana (ja käytännössä mahdollisesti ainoana) riittävän suuruisen oman pääoman ehtoisen rahoituksen vaihtoehtona, joka mahdollistaa myös osakkeenomistajien



osallistumisen. Yhtiö luonnollisesti jatkaa eri vaihtoehtojen kartoittamista, mutta toteaa, että

- tilanne, jossa laaja osakeantipohjainen rahoitus ei olisi käytettävissä, muodostaisi ison riskin Yhtiön toiminnan jatkumiselle ja siten osakkeenomistajien omistamien osakkeiden arvon laskulle/menetykselle; ja että
- annin toteutumisen voi saadun sijoittajapalautteen perusteella odottaa edellyttävän merkittävää alennusta merkintähintaan. Koska merkintäoikeusantia ei ole edellä kuvatuista syistä mahdollista järjestää, Yhtiön käsityksen mukaan nykyisten osakkeenomistajien tilanne olisi huonompi, mikäli heille ei tarjottaisi mahdollisuutta osallistua Osakeantiin.

Nyt ehdotetussa järjestelyssä kaikki Yhtiön osakkeenomistajat voivat halutessaan osallistua Osakeantiin ja merkitä siinä osakkeita. Ylimerkintätilanteessa nykyiset osakkeenomistajat saisivat allokatiopreferenssin annin täsmäytyspäivän mukaiseen pro rata -osuuteensa asti kuittaukseen / konversioon oikeutettujen bridge-rahoittajien ohella. Yhtiön arvion mukaan käytännössä kaikki merkintään halukkaat osakkeenomistajat voisivat pitää pro rata -osuutensa. Arvion perusteena on muun muassa se, että suurin osa kuittaukseen / konversioon oikeutetuista bridge-rahoittajista on Yhtiön nykyisiä osakkeenomistajia ja osa omistajista on alustavasti ilmoittanut rahoitusselvitysten yhteydessä etteivät tule merkitsemään pro rata -osuuttaan ainakaan täysimääräisesti.

Stromsdal-tapauksessa osakkeenomistajat ovat saaneet merkitä osakkeita vanhan osakeomistuksensa suhteessa ja anti on järjestetty suunnattuna antina ilman siirtokelpoista merkintäoikeutta. Kurinpitolautakunta on vuoden 2002 ratkaisussa kiinnittänyt huomiota (i) siihen, että oikeustoimen muoto ja sen tosiasiallinen sisältö eivät ole vastanneet toisiaan sekä (ii) tiedottamisen ja osakkeenomistajien informoinnin puutteellisuuteen.

Faron katsoo esittämänsä järjestelyn poikkeavan vuoden 2002 Stromsdal-tapauksesta erityisesti seuraavilla perusteilla:

- Osakeanti on tarkoitus järjestää yleisöantina, johon myös olemassa olevat osakkeenomistajat voivat halutessaan osallistua ja jossa heidän oikeutensa on ylimerkintätilanteessa turvattu allokatiopreferenssein (samoin kuin kuittaus- ja konversiomahdollisuutta käyttävien bridge-rahoittajien). Olennaisena erona Stromsdal -tapaukseen, voivat yleisöantiin kuitenkin osallistua myös muut kuin nykyiset osakkeenomistajat, eikä merkintöjä siten muutoin kuin ylimerkintätilanteessa suhteuteta suhteessa olemassa olevaan osakeomistukseen. Suomessa järjestettävässä yleisöannissa merkintähinta (tai hintahaarukka) tul-tai-siin määrittämään etukäteen markkinoilta saatavan palautteen perusteella. Se olisi siten markkinaehtoinen, ja sen voi odottaa sisältävän merkittävän alennuksen markkinahintaan;



- merkintäoikeusannin toteuttaminen ei ole käytännössä mahdollista, jolloin Yhtiö on pyrkinyt löytämään rakenteen, joka olisi osakkeenomistajille paras mahdollinen;
- Yhtiö on aktiivisesti tiedottanut rahoitustilanteestaan ja suunnitelmistaan sekä niihin liittyvistä riskeistä. Yhtiökokouskutsussa valtuutus päätöstä haettaessa Osakeannin suunniteltu todennäköinen rakenne on avattu, samoin kuin se, ettei siirtokelpoista merkintäoikeutta voida antaa. Siten tieto on osakkeenomistajilla käytössä valtuutus päätöstä tehtäessä ja halukkailla osakkeenomistajilla on myös mahdollisuus tulla yhtiökokoukseen esittämään kysymyksiä tai vastustamaan anti-valtuutuksen myöntämistä. Tämän ehdotetun osakeantivaltuutuksen käyttö on rajattu kutsussa taustoitettuihin Osakeantiin. Myös antiesitteessä tulnaisiin kuvaamaan Osakeannin rakenne ja sen perustelut;
- valtuutus vaatii yhtiökokouksessa 75 prosentin hyväksynnän (yhtiöjärjestysmääräyksen perusteella normaalia 2/3 päätöstä suurempi enemmistö vaadittu)

Osakkeenomistajille ei tarjottaisi uusia osakkeita merkittäväksi omistussuhteissa, ja yleisöantiin voisivat osallistua myös muut kuin olemassa olevat osakkeenomistajat. Olemassa olevat osakkeenomistajat kuitenkin huomioitaisiin allokaatiopreferenssillä ylimerkintätilanteessa kuittauksen / konversioon oikeutettujen bridge -rahoittajien ohella. Oikeustoimen muoto olisi suunnattu yleisöanti, mikä vastaa myös sen tosiasiallista sisältöä kuitenkin siten, että ylimerkintätilanteessa olemassa olevilla osakkeenomistajilla olisi allokaatiopreferenssi. Osakkeenomistajille tiedotettaisiin aktiivisesti Osakeannista ja he (Suomi, Euroopan talousalue, ei UK) voivat halutesaan osallistua Suomessa järjestettävään yleisöantiin, jossa olisi erilliset trančet yleisölle ja instituutioille. Ylimerkintätilanteessa noudatettaisiin läh-  
tökohtaisesti seuraavia allokaatioetuoikeuksia (ja lähtökohtaisesti järjestyksessä siten, että kukin ryhmä saisi ensin kaiken merkitsemänsä ennen seuraavaa ryhmää):

- i. nykyiset osakkeenomistajat, jotka ovat myös VVK-lainanantajat / bridgerahoittajat, jotka käyttävät annissa lainan ehtojen mukaista kuittaus- tai konversio-oikeutta;
- ii. muut annissa kuittaus- tai konversio-oikeutta käyttävät VVK-lainanantajat / bridge-rahoittajat (jotka eivät ole nykyisiä osakkeenomistajia);
- iii. Yhtiön nykyiset osakkeenomistajat (pro rata -osakkeenomistuksensa suhteessa). Yhdistyneessä kuningaskunnassa olevien omistajien osalta toteutettaisiin open offer -rakenne, jossa annin kokonaismäärä on rajattu alle 8 miljoonaan euroon.

#### Lausuntopyyntö

Hakija pyytää markkinatapaalautakunnalta lausuntoa siitä, että ehdotettu, myös Faronin yhtiökokouskutsussa kuvattu järjestely on hyvän arvopaperimarkkinatavan mukainen ja että osakkeenomistajien oikeudet on asianmukaisesti turvattu ehdotetussa järjestelyssä – ottaen erityisesti huomioon Helsingin Pörssin kurinpitolaautakunnan vuoden 2002 Stromsdal-päätös.



## Markkinatapolautakunnan toimivalta

Markkinatapolautakunnan työjärjestyksen 3 §:n b-kohdan mukaan markkinatapolautakunnan tehtäviin kuuluu seurata ja edistää hyvää arvopaperimarkkinatapaa siltä osin kuin tehtävä ei kuulu ostotarjouslautakunnalle. Työjärjestyksen 3 §:n c-kohdan mukaan lautakunnan tehtäviin kuuluu myös ratkaisusuositusten sekä soveltamisohjeiden antaminen joko omasta aloitteesta tai hakemuksen perusteella.

## Markkinatapolautakunnan ratkaisusuositus

Markkinatapolautakunta katsoo, että hakemuksessa kuvatuissa olosuhteissa hakemuksessa kuvattu suunniteltu suunnattu osakeanti on hyvän arvopaperimarkkinatavan mukainen edellyttäen, että merkintähinta osakeannissa määräytyy markkinaehtoisesti.

Hakijan on suunnattua osakeantia koskevia tietoja julkistaessaan kuvattava kattavasti ja selkeästi tiedot suunnatusta osakeannista, osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta poikkeamiseen liittyvistä perusteluista sekä osakkeiden merkintähinnan määräytymisestä. Osakeantiin liittyvässä tiedottamisessa ja markkinoinnissa ei saa myöskään luoda harhaanjohtavaa kuvaa siitä, että kyseessä olisi osakkeenomistajien merkintäetuoikeuteen perustuva osakeanti.

## Ratkaisusuosituksen perustelut

### Hyvä arvopaperimarkkinatapa

Arvopaperimarkkinalain (AML) 1 luvun 2 §:n mukaan arvopaperimarkkinoilla ei saa menetellä hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti. Hyvällä arvopaperimarkkinatavalla tarkoitetaan säännöksen perustelujen mukaan periaatteita ja sääntöjä, joiden noudattamista arvopaperimarkkinoilla toimivien keskuudessa vallitsevan valistuneen mielipiteen mukaan on pidettävä oikeana ja kaikkien asiakas- ja toimijaosapuolten kannalta kohtuullisena kauppatapana. Velvollisuus noudattaa hyvää arvopaperimarkkinatapaa ohjaa menettelytapoja ja ratkaisuja silloin, kun yksityiskohtaista tapaukseen sovellettavaa säännöstä ei ole.<sup>1</sup>

Markkinatapolautakunta toteaa, että AML:n hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisen menettelyn kieltö soveltuu myös monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä, kuten Nasdaq First North Growth Marketilla, kaupankäynnin kohteena olevien osakkeiden liikkeeseenlaskijaan. Rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskuun liittyvästä tiedonantovelvollisuudesta määrätään Nasdaq First North Growth Marketin sääntöjen kohdassa 4.2.5.

Markkinatapolautakunta katsoo, että vaikka suunnatuista osakeanneista säädetäänkin osakeyhtiölaissa (OYL), hakemuksessa kuvattua suunniteltua suunnattua osakeantia on arvioitava myös hyvän arvopaperimarkkinatavan näkökulmasta. Markkinatapolautakunta on hakemusta arvioidessaan ottanut

---

<sup>1</sup> HE 32/2012 vp, s. 96.



huomioon myös Helsingin Pörssin kurinpitolahtakunnan 22.10.2002 julkaiseman Stromsdal Oyj:lle (jäljempänä Stromsdal) annetun huomautuksen.<sup>2</sup>

*Huomautus liittyi Stromsdalin 22.5.2002 toteuttamaan osakeantiin, jossa Stromsdalin osakkeenomistajat saivat merkitä osakkeita vanhan osakeomistuksensa suhteessa. Tästä huolimatta osakeanti toteutettiin suunnatun annin muodossa eivätkä osakkeenomistajat saaneet siirtokelpoista merkintäoikeutta.*

*Helsingin Pörssin kurinpitolahtakunta katsoi, että hyvä arvopaperimarkkinatapa edellyttää muun muassa sellaisen menettelyn välttämistä, jossa oikeustoimen muoto ja tosiasiallinen sisältö eivät vastaa toisiaan. Muutoinkin lähtökohtana arvopaperimarkkinoilla toimittaessa tulee olla se, että osakkeenomistajien asemaan vaikuttavat ja etenkin heidän etujaan ja oikeuksiaan kaaventavat toimenpiteet perustuvat niin muodon kuin sisällön osalta riidattomiin oikeudellisiin edellytyksiin.*

*Helsingin Pörssin kurinpitolahtakunta katsoi, että Stromsdalin osakeanti ei edellä mainituissa suhteissa täyttänyt näitä vaatimuksia. Virheellinen menettely heijastui myös osakeantia koskevaan tiedottamiseen, joka oli tältä osin harhaanjohtavaa. Kurinpitolahtakunta katsoi, että Stromsdal oli laiminlyönyt noudattaa hyvää arvopaperimarkkinatapaa. Valittu oikeudellinen muoto ja menettely eivät vastanneet toimen tosiasiallista sisältöä. Osakkeenomistajan etuja kaaventava osakeantiehto ei perustunut riidattomiin oikeudellisiin edellytyksiin.*

#### Osakeyhtiölain 9 luvun säännökset

Osakeyhtiölain 9 luvun 3 §:n lähtökohtana on, että osakkeenomistajilla on etuoikeus osakeannissa annettaviin osakkeisiin omistuksensa mukaisessa suhteessa. Saman luvun 4 §:n mukaan suunnatussa osakeannissa voidaan poiketa osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta, jos siihen on yhtiön kannalta painava taloudellinen syy. Suunnatun annin hyväksyttävyyttä arvioidessa on osakeyhtiölain mukaan kiinnitettävä erityistä huomiota osakkeen merkintähinnan ja käyvän hinnan suhteeseen. Päätös suunnatusta osakeannista tai hallituksen valtuuttamisesta päättämään suunnatusta osakeannista tehdään OYL 5 luvun 27 §:ssä tarkoitettulla määränemmistöllä tai yhtiöjärjestyksessä määrättyllä sitä korkeammalla määränemmistöllä.

Markkinatapaalautakunta katsoo, että hyvä arvopaperimarkkinatapa ei rajoita suunnatun osakeannin toteuttamista silloin, kun sille on objektiivisesti arvioiden osakeyhtiölaissa tarkoitettu yhtiön kannalta painava taloudellinen syy.

---

<sup>2</sup> Tässä esitetty kuvaus Helsingin Pörssin kurinpitolahtakunnan päätöksestä perustuu Helsingin Pörssin kurinpitolahtakunnan 22.10.2002 julkaisemaan tiedotteeseen ”Stromsdal Oyj:lle huomautus hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesta toiminnasta”. Markkinatapaalautakunta on hakeuksen käsittelyä varten saanut Helsingin Pörssiltä mainitun tiedotteen sekä Stromsdalin 24.4.2002 ja 22.5.2002 julkistamat osakeantiin liittyvät pörssitiedotteet.



### Osakeyhtiölain yleiset periaatteet

Osakeyhtiölain yhdenvertaisuusperiaate (OYL 1:7) muun muassa estää yksittäisten osakkeenomistajien tai muiden henkilöiden suosimisen muiden osakkeenomistajien kustannuksella. Suunnattuun osakeantiin liittyvä vaatimus yhtiön kannalta painavasta taloudellisesta syystä korostaa yhdenvertaisuusperiaatetta. Tapauskohtaisesti on arvioitava, onko suunnattu osakeanti kokonaisuutena arvioiden osakkeenomistajien yhteisen edun mukainen.<sup>3</sup>

Myös suunnatun osakeannin merkintähinnalla on keskeinen merkitys yhdenvertaisuusperiaatteen kannalta, koska suunnatun annin alihintaisuus yleensä tuottaa osakkeiden saajille etua niiden osakkeenomistajien kustannuksella, joiden etuoikeudesta poiketaan. Mitä enemmän merkintähinta alittaa osakkeen käyvän hinnan, sitä enemmän painavan taloudellisen syyn vaatimus korostuu.<sup>4</sup>

Silloin, kun suunnatulle osakeannille on yhtiön kokonaisedun kannalta todellinen painava taloudellinen syy, suunnattu osakeanti ei sellaisenaan yleensä ole yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen. Yhtiön edun mukainen toimi on lähtökohtaisesti kaikkien osakkeenomistajien yhteisen edun mukainen.<sup>5</sup> Yksittäisen osakkeenomistajan suunnatussa annissa mahdollisesti saama etu ei yleensä ole epäoikeutettua, jos etu aiheutuu pelkästään yhtiön intressissä suoritetuista toimenpiteistä.<sup>6</sup>

Sitä, loukkaako suunnattu osakeanti osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta, arvioidaan tulkinnanvaraisissa tilanteissa viime kädessä kokonaisarvion perusteella. Osakkeenomistajille aiheutuvia etuja ja haittoja arvioidaan tällöin osakeyhtiöoikeudellisesti siltä kannalta, mitä lähinnä taloudellisia seurauksia päätöksellä on heille yhtiön osakkeenomistajina.<sup>7</sup>

### Arvio hakijan esittämistä perusteluista

Hakija on perustellut hakemuksessa kuvattua osakeantia mm. sillä, että yhtiön AIM-listauksesta johtuen merkintäetuoikeusannin järjestäminen olisi haastavaa, aikaa vievää ja kallista. Markkinatapolautakunta toteaa, että yhtiö on itse hakeutunut kaupankäynnin kohteeksi sekä Nasdaq First North Growth Marketille että Lontoon AIM-markkinapaikalle. Tällaisessa tilanteessa yksinomaan merkintäetuoikeusannin järjestämiseen liittyvät käytännön haasteet eivät hyvän arvopaperimarkkinatavan näkökulmasta ole riittävä peruste osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta poikkeamiseen.

Markkinatapolautakunta katsoo kuitenkin, että kokonaisuutena arvioiden hakija on esittänyt hyvän arvopaperimarkkinatavan kannalta riittävät perusteet osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta poikkeamiseen. Yhtiöllä on hakeuksen mukaan tarve hankkia oman pääoman ehtoista rahoitusta taloudellisen asemansa ja toimintansa jatkuvuuden turvaamiseksi. Osakeanti on tarpeellinen suunnata yleisölle, eikä oikeutta osakeantiin osallistumiselle ole

<sup>3</sup> HE 109/2005 vp., s. 102.

<sup>4</sup> HE 109/2005 vp., s. 103.

<sup>5</sup> KKO:2018:19, kohta 30.

<sup>6</sup> KKO:2018:19, kohta 31.

<sup>7</sup> KKO:2018:19, kohta 32.





rajattu yhtiön olemassa oleviin osakkeenomistajiin. Suunnatussa osakeannissa pyritään myös ottamaan huomioon olemassa olevien osakkeenomistajien asema ja oikeudet antamalla heille mahdollisessa ylimerkintätilanteessa allokaatioetuoikeus siltarahoitusta tai vaihtovelkakirjalainarahoitusta antaneiden lainanantajien ohella. Suunnattu osakeanti on markkinatapaalautakunnan näkemyksen mukaan yhtiön edun mukainen.

Hakija on hakemuksessaan ilmoittanut, että osakeannin toteutuminen tulee saadun sijoittajapalautteen perusteella edellyttämään merkittävää alennusta merkintähintaan. Markkinatapaalautakunta toteaa, että osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden näkökulmasta suunnatun osakeannin mahdollinen alihintaisuus käypään hintaan verrattuna olisi omiaan tuottamaan osakkeiden saajille etua niiden osakkeenomistajien kustannuksella, jotka eivät voi tai halua merkitä osakkeita. Suunnatussa osakeannissa tällaisella osakkeenomistajalla ei ole merkintäoikeusantia vastaavaa mahdollisuutta myydä merkintäoikeuksiaan ja saada niistä siten markkinahinnan ja merkintähinnan väliseen erotukseen perustuvaa taloudellista hyötyä.

Markkinatapaalautakunta katsoo, että vaikka osakkeiden merkintähinta jäisikin osakeannin keskeisten ehtojen julkistamista edeltänyttä markkinahintaa alemmaksi, merkintähinnan voidaan katsoa vastaavan osakkeiden käypää hintaa silloin, kun merkintähinta määräytyy markkinaehtoisesti. Merkintähinta määräytyy markkinaehtoisesti ainakin asianmukaisesti järjestetyssä instituutionaalisille sijoittajille kohdistetussa tarjouskirjamenettelyssä (book-building), jossa tarjouskirjamenettelyyn on osallistunut riittävä määrä sijoittajia, jotta hinnanmuodostusta voidaan pitää luotettavana. Instituutioannin tarjouskirjamenettelyn ohella yleisöantiin on tällöin markkinakäytännön mukaisesti mahdollista soveltaa alustaviin hintaindikaatioihin perustuvaa hintahaarukkaa edellyttäen, että yleisöannin merkintähinta ei ylitä tarjouskirjamenettelyssä muodostuvaa instituutioannin merkintähintaa.

Silloin, kun osakkeiden merkintähinta vastaa markkinaehtoisesti määräytynyttä käypää hintaa, suunnatusta osakeannista ei markkinatapaalautakunnan näkemyksen mukaan aiheudu osakkeenomistajille mitään sellaista taloudellista hyötyä, josta suunnatun osakeannin ulkopuolelle jättäytyvä osakkeenomistaja jäisi paitsi. Tällöin järjestely ei myöskään ole ongelmallinen siitä näkökulmasta, että osakkeenomistajien oikeutta osallistua osakemarkintään Isossa-Britanniassa on rajattu suomalaisiin osakkeenomistajiin verrattuna.

Osakkeenomistajien ja sijoittajien tiedonsaannin kannalta markkinatapaalautakunta pitää tärkeänä, että tiedot suunnatusta osakeannista, osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta poikkeamiseen liittyvistä perusteluista, osakkeiden merkitsijöistä sekä osakkeiden merkintähinnan määräytymisestä julkistetaan kattavasti ja selkeästi. Tiedot tulee esittää sellaisessa laajuudessa, että osakkeenomistajat ja muut sijoittajat voivat annettujen tietojen perusteella arvioida osakeyhtiölain vaatimusten täyttymistä ja hyvän arvopaperimarkkinatavan mukaisuutta. Osakeantiin liittyvässä markkinoinnissa ja tiedottamisessa ei saa myöskään luoda harhaanjohtavaa kuvaa siitä, että kyseessä olisi osakkeenomistajien merkintäetuoikeuteen perustuva osakeanti.



Kokonaisuutena arvioiden markkinatapaalautakunta katsoo, että hakemuksessa kuvattu suunniteltu suunnattu osakeanti on ratkaisusuosituksessa kuvattujen edellytysten täytyessä hyvän arvopaperimarkkinatavan mukainen. Markkinatapaalautakunta toteaa myös käsityksensä, että hakemuksessa kuvattu suunniteltu osakeanti poikkeaa rakenteeltaan ja ehdoiltaan siinä määrin edellä kuvatusta Stromsdalin osakeannista, ettei ratkaisusuositus ole ristiriidassa Helsingin Pörssin kurinpitolaalakunnan 22.10.2002 antaman ennakkopäätöksen kanssa.

## Salassapito

Ratkaisusuositus koskee suunniteltua osakeantia, jonka ehtoja ei ole vielä julkistettu. Ratkaisusuositus pidetään luottamuksellisena, kunnes yhtiö on julkistanut hakemuksessa kuvatun suunnitellun osakeannin ehdot. Hakijan on ilmoitettava markkinatapaalautakunnan sihteerille, kun osakeannin ehdot on julkistettu.

Asian ratkaisevaan käsittelyyn ovat osallistuneet Seppo Villa (puheenjohtaja), Eeva Ahdekivi, Tiina Halmesmäki, Karoliina Lindroos, Sami Pauni, Jaakko Raulo, Johanna Sipola, Anne Teitto ja Hannu Ylänen. Esittelijänä on toiminut laalakunnan sihteeri Ville Kajala.

Helsingissä 3.4.2024

Seppo Villa  
markkinatapaalautakunnan puheenjohtaja

Ville Kajala  
markkinatapaalautakunnan sihteeri