

Valtioneuvoston kirjelmä eduskunnalle komission ehdotuksesta pääomamarkkinoiden houkuttelevuuden lisäämiseksi yrityksille EU:ssa sekä pienten ja keski suurten yritysten listautumisen helpottamiseksi (*Listing Act*)

Perustuslain 96 §:n 2 momentin mukaisesti lähetetään eduskunnalle Euroopan unionin komission 7.12.2022 julkaisemat ehdotukset Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi asetusten (EU) 2017/1129, (EU) 596/2014 ja (EU) 600/2014 muuttamisesta, direktiiviksi direktiivin 2014/65/EU muuttamisesta ja direktiivin 2001/34/EY kumoamisesta sekä direktiiviksi moniääniosakerakenteiden sallimisesta yrityksille, jotka hakevat osakkeidensa listaamista pk-yritysten kasvumarkkinalle sekä ehdotuksista laadittu muistio.

Helsingissä 26.1.2023

Valtiovarainministeri Annika Saarikko

Lainsäädäntöneuvos Anu Ranta

20.1.2023

EHDOTUS PÄÄOMAMARKKINOIDEN HOUKUTTELEVUUDEN LISÄÄMISEKSI YRITYKSILLE EU:SSA SEKÄ PIENTEN JA KESKISUURTEN YRITYSTEN LISTAUTUMISTEN HELPOTTAMISEKSI**1 Tausta**

Komissio antoi 7.12.2022 lainsäädäntöpaketin pääomamarkkinoiden houkuttelevuuden lisäämiseksi yrityksille EU:ssa sekä pienten ja keskisuurten yritysten listautumisten helpottamiseksi. Lainsäädäntöpaketti koostuu kolmesta säädösehdotuksesta:

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 ([COM\(2022\) 762 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\(2022\) 760 final](#))

Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi moniääniosakerakenteiden sallimisesta yrityksille, jotka hakevat osakkeidensa kaupankäynnin kohteeksi ottamista pk-yritysten kasvumarkkinalla ([COM\(2022\) 761 final](#))

Esitetyt ehdotukset ovat osa komission kesällä 2020 julkaisemaa EU:n uutta pääomamarkkinaunionin toimintasuunnitelmaa ([COM\(2020\) 590 final](#)). Valtioneuvosto on kannattanut toimintasuunnitelman mukaista tavoitetta pienten ja innovatiivisten yritysten listausedellytysten helpottamisesta, edellyttäen kuitenkin, että sijoittajainformaation luotettavuudesta ja läpinäkyvyydestä ja siten myös sijoittajansuojan riittävästä tasosta huolehditaan ([E 141/2020 vp](#)).

Ehdotuksilla pyritään entisestään tehostamaan vuonna 2019 annetulla pk-yritysten listautumisasiasetuksella (EU) 2019/2115¹ listautumissääntelyyn tehtyjä muutoksia, sillä vuonna 2019 tehdyistä muutoksista huolimatta markkinatoimijat ovat painottaneet, että lisäkevennyksiä sääntelyyn tarvitaan erityisesti listautumisprosessin yksinkertaistamiseksi sekä sääntelystä seuraavien velvollisuuksien tason mitoittamiseksi yrityksille niiden kokoon nähden.

2 Ehdotusten tavoitteet

¹ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R2115&from=EN>.

Ehdotusten yleisenä tavoitteena on lisätä EU:n pääomamarkkinoiden houkuttelevuutta yksinkertaistamalla ja selkeyttämällä sääntelystä seuraavia velvollisuuksia, jotta pääoman hankkiminen EU:n pääomamarkkinoilta olisi eri kokoisille yrityksille mahdollisimman edullista. Ehdotuksilla voitaisiin edistää EU:n yritysten rahoituskanavien monipuolistumista, sijoitusten lisääntymistä, talouskasvua, työpaikkojen lisääntymistä ja innovaatioita EU:ssa.

Kolmesta säädösehdotuksesta koostuvalla lainsäädäntöpaketilla pyritään vähentämään sääntelystä seuraavaa hallinnollista taakkaa niiltä osin kuin sääntely koetaan turhan kuormittavaksi ilman että sillä katsottaisiin olevan merkittäviä hyötyjä sijoittajansuojan ja markkinoiden luotamuksen kannalta. Ehdotuksella myös lisätään yhtiöiden perustaja- ja määräysvaltaosakkeenomistajien mahdollisuuksia vaikuttaa siihen, kuinka äänioikeudet jakautuvat yhtiössä yhtiön haieissa osakkeita kaupankäynnin kohteeksi pk-yritysten kasvumarkkinalla.

Ehdotuksella pyritään vaikuttamaan sääntelytaakkaan, joka ilmenee erityisesti yhtiön listautumisvaiheessa sekä yhtiön jo ollessa listautunut. Listautumisvaiheen sääntelytaakkaan pyritään vaikuttamaan esiteasetukseen (EU) 2017/1129 tehtävillä muutoksilla. Listautumisen jälkeiseen vaiheeseen pyritäisiin puolestaan vaikuttamaan erityisesti markkinoiden väärinkäyttöasetukseen (EU) 2014/596, jäljempänä *MAR*, tehtävin muutoksin.

Ehdotuksella pyritään edistämään pk-yritysten pääomamarkkinarahoituksen saatavuutta sallimalla poikkeus sijoitustutkimuksen kannustinkiellosta pk-yrityksille sekä luomalla puitteet liikkeenlaskijoiden itsensä maksamalle sijoitustutkimukselle.

3 Ehdotuksen pääasiallinen sisältö

3.1 Direktiiviehdotus moniääniosakerakenteiden sallimisesta yrityksille, jotka hakevat osakkeidensa kaupankäynnin kohteeksi ottamista pk-yritysten kasvumarkkinalla

Direktiiviehdotuksen 1 artiklan soveltamisalaa koskevan säännöksen mukaan ehdotus koskisi moniääniosakerakenteiden sallimista yrityksille, jotka hakevat osakkeidensa kaupankäynnin kohteeksi ottamista pk-yritysten kasvumarkkinalla. Suomessa tämä tarkoittaa tällä hetkellä käytännössä First North Finland -markkinapaikkaa. Ehdotus ei siten soveltuisi tilanteisiin, joissa osakkeiden kaupankäynnin kohteeksi ottamista haetaan säännellyllä markkinalla. Direktiiviehdotus ei toisaalta koskisi muita äänivallan jakautumiseen käytettäviä yhtiöoikeudellisia mekanismeja kuin moniääniosakkeita, kuten äänivallattomia osakkeita tai lojaliteettiosakkeita (jolla tarkoitetaan joissain jäsenvaltioissa käytössä olevia osakkeita, joiden äänimäärä kasvaa osakkeenomistajan omistustajan myötä).

Direktiiviehdotuksen 2 artiklassa säädettäisiin direktiivin määritelmistä.

Ehdotuksen 3 artiklassa säädettäisiin jäsenvaltioiden harkintavallasta antaa säännöksiä tai pitää voimassa jo annetut säännökset, jotka sallivat moniääniosakerakenteet myös muissa kuin direktiiviehdotuksen tarkoittamissa tilanteissa.

Direktiiviehdotuksen 4 artiklassa velvoitettaisiin jäsenvaltiot sallimaan moniääniosakerakenteet silloin, kun yritys hakee osakkeidensa kaupankäynnin kohteeksi ottamista pk-yritysten kasvumarkkinalla. Ehdotuksen mukaan jäsenvaltiot voisivat asettaa moniääniosakerakenteiden käytönoton ehdoksi, että osakkeet otetaan kaupankäynnin kohteeksi pk-yritysten kasvumarkkinalla yhdessä tai useammassa jäsenvaltiossa.

Direktiiviehdotuksen 5 artiklassa säädettäisiin jäsenvaltioiden velvollisuudesta varmistaa osakkeenomistajien oikeudenmukainen ja syrjimätön kohtelu sekä riittävät suojamekanismit yhtiön

ja sellaisten osakkeenomistajien, joilla ei ole moniääniosakkeita, suojelemiseksi. Suojamekanismit pitäisivät sisällään ensinnäkin velvollisuuden varmistaa, että moniääniosakkeiden antamisen hyväksyminen ja mahdolliset muutokset, jotka vaikuttavat äänivallan jakautumiseen yhtiössä, tehdään yhtiökokouksessa kansallisen lain mukaisella määräenemmistöpäätöksellä (5 artiklan 1 kohdan a alakohda). Jos yhtiöissä on erilaisia osakkeita, määräenemmistö olisi saavutettava kunkin sellaisen osakelajin osalta, johon päätös vaikuttaa. Lisäksi 5 artiklan 1 kohdan b alakohdassa säädettäisiin jäsenvaltioiden velvollisuudesta rajoittaa muiden moniääniosakkeiden tuottamien osakeoikeuksien käyttöä joko säätämällä tällaisten osakkeiden äänikatosta (i alakohdan vaihtoehto) taikka muista rajoituksista moniääniosakkeiden tuottamien äänioikeuksien käyttämiseen määräenemmistöä edellyttävissä yhtiökokouksen päätöksissä (ii alakohdan vaihtoehto). Direktiiviehdotuksen 11 johdantokappaleen mukaan viimeksi mainittu äänioikeuden käyttöä koskeva rajoitus voidaan panna täytäntöön esimerkiksi vaatimalla, että määräenemmistö lasketaan yhtiökokouksessa annetuista äänistä ja kokouksessa edustetusta osakepääomasta. Mainittua voitaneen tulkita siten, että sellaisissa jäsenvaltioissa, joissa on käytössä niin sanottu nimellisarvoton pääomajärjestelmä, voidaan kokouksessa edustetun osakepääoman sijasta vaatia kokouksessa edustettujen osakkeiden kannatusta määräenemmistön saavuttamiseksi.

Direktiiviehdotuksen 5 artiklan 2 kohdassa säädettäisiin esimerkinomaisesti muista kuin 1 kohdassa tarkoitetuista suojamekanismeista, joista jäsenvaltiot voisivat halutessaan säätää. Tällaisia voisivat olla muun muassa säännökset moniääniosakkeiden tuottamien erityisten äänioikeuksien lakkaamisesta osakkeiden siirtyessä, tietyn ennalta määrätyn ajan kuluessa tai määrättyissä olosuhteissa.

Direktiiviehdotuksen 6 artiklassa säädettäisiin moniääniosakerakenteiden läpinäkyvyysvaatimuksista. Tiedot moniääniosakkeiden tuottamista äänivaltaeroista oli asetettava julkisesti yleisön saataville. Artiklaehdotus sisältää tarkemman luettelon tiedoista, jotka tietojen julkistamisen yleisön saataville tulisi kattaa.

Direktiiviehdotuksen 7 artikla sisältää direktiivin uudelleentarkastelulausekkeen, jossa asetetaan komissiolle velvollisuus laatia viiden vuoden välein direktiivin voimaantulosta raportti direktiivin täytäntöönpanosta ja sen vaikutuksista. Jäsenvaltioille asetettaisiin velvollisuus toimittaa komissiolle tietyt tiedot neljän vuoden kuluttua direktiivin voimaantulosta. Ehdotuksen 8 artiklassa säädetään direktiivin täytäntöönpanosta jäsenvaltioissa sekä jäsenvaltioiden täytäntöönpanon ilmoittamisvelvollisuudesta komissiolle. Jäsenvaltioiden olisi saatettava direktiivi osaksi kansallista lainsäädäntöä kahden vuoden kuluessa direktiivin voimaantulosta.

Direktiiviehdotuksen 9 artikla on voimaantulosäännös, jonka mukaan direktiivi tulisi voimaan kahdentenakymmenentenä päivänä siitä, kun se on julkaistu Euroopan unionin virallisessa lehdessä.

3.2 Asetusehdotus esiteasetuksen, markkinoiden väärinkäyttöasetuksen ja rahoitusvälineiden markkinat -asetuksen muuttamiseksi

3.2.1 Esiteasetuksen muuttaminen (1 artikla)

Ehdotuksella muutettaisiin esiteasetuksen 1 artiklan 4 ja 5 kohtaa siten, että esiteasetuksen 1 artiklan 5 kohdan a alakohdan mukainen poikkeus esitteen julkaisemisvelvollisuudesta soveltuisi sekä silloin kun arvopapereita tarjotaan yleisölle että silloin kun siinä tarkoitettuja arvopapereita haetaan kaupankäynnin kohteeksi. Ehdotuksella laajennetaan poikkeuksen soveltamisalaa nykyisestä säännellyllä markkinalla listatuista yrityksistä myös yrityksiin, joiden arvopa-

perit ovat olleet listattuina pk-yritysten kasvumarkkinalla yhtäjaksoisesti vähintään 18 kuukautta ennen arvopapereiden yleisölle tarjoamista tai arvopapereiden kaupankäynnin kohteeksi hakemista. Säännöksessä tarkoitettu raja-arvo kaupankäynnin kohteena jo olevien arvopapereiden osuudesta nostettaisiin 20 %:sta 40 %:iin.

Lisäksi asetuksen 1 artiklan 4 ja 5 kohtaa muutettaisiin luomalla uusi poikkeus esitteen laatimisvelvollisuudesta. Poikkeuksen mukaan yritykset, jotka laskevat liikkeeseen arvopapereita, jotka ovat samanlaisia kuin säännellyllä markkinalla tai pk-yritysten kasvumarkkinalla kaupankäynnin kohteeksi jo otetut arvopaperit, mukaan lukien yritykset, jotka siirtyvät pk-yritysten kasvumarkkinalta säännellylle markkinalle, vapautettaisiin velvollisuudesta laatia ja julkaista esite. Sen sijaan tällaiset yritykset olisivat velvollisia laatimaan ja toimittamaan kansalliselle toimivaltaiselle viranomaiselle tiivistelmäasiakirjan, joka sisältää tiedot muun muassa saatujen tulojen käyttämisestä sekä muut mahdollisesti olennaiset tiedot, joita ei ole vielä julkistettu markkinoille. Asetukseen lisättäisiin uusi IX-liite, jossa määriteltäisiin, mitkä tiedot on sisällytettävä tiivistelmäasiakirjaan. Uusi poikkeus ei kuitenkaan soveltuisi jälkimarkkina-anteihin, jotka koskevat kaupankäynnin kohteena jo olevien arvopapereiden kanssa eri lajisia arvopapereita eikä sellaisiin jälkimarkkina-anteihin, joissa liikkeeseenlaskija on taloudellisissa vaikeuksissa tai joissa on käynnissä merkittäviä uudelleenjärjestelyjä, kuten ostotarjousmenettely, jonka seurauksena määräysvalta yhtiössä siirtyy, sulautuminen taikka jakautuminen. Näissä tilanteissa liikkeeseenlaskijalla olisi velvollisuus laatia ja julkaista uuden mallinen esite, EU:n jatkoesite (*EU Follow-on Prospectus*).

Eurooppalaisten rahoitusmarkkinoiden ja yritysten elvyttämiseksi annetun lainsäädäntöpaketin (*Capital Market Recovery Package, CMRP*)² yhteydessä annetut ja väliaikaisiksi tarkoitetut säännökset 1 artiklan 4 kohdan j alakohdassa ja 5 kohdan ensimmäisen alakohdan i kohdassa koskien 150 miljoonan raja-arvoa luottolaitosten jatkuvissa ja toistuvissa vieraan pääoman ehtoisten arvopapereiden liikkeeseen laskuissa muutettaisiin pysyviksi.

Asetuksen 3 artiklan 2 kohtaa muutettaisiin nostamalla siinä tarkoitettua raja-arvoa, jonka alle jäävät arvopapereiden yleisölle tarjoamiset, jotka eivät edellytä saman esitteen käyttämistä unionissa, vapautettaisiin esitevelvollisuudesta 8 miljoonasta eurosta 12 miljoonaan euroon. Liikkeeseenlaskijoilla olisi kuitenkin mahdollisuus laatia esite vapaaehtoisuuteen perustuen. Lisäksi jäsenvaltioilla olisi mahdollisuus vaatia kansallista asiakirjaa edellyttäen, ettei tällainen kansallinen tiedonantovelvoite aseta suhteetonta taakkaa. Raja-arvo ei soveltuisi tilanteissa, joissa arvopapereita haetaan kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla.

Asetuksen 6 artiklan 2 kohtaa ja 7 artiklaa muutettaisiin lisäämällä säännökset standardoidusta esitteen muodosta ja esitteen sekä sen tiivistelmän tietojen esittämisjärjestyksestä. Lisäksi ehdotetaan säädettäväksi esitteen sivumäärärajoituksesta (300 sivua) osakkeiden listaamisesitteissä. Lisäksi vastaavasti säädetään komission oikeudesta antaa tätä tarkentavia delegoituja säädöksiä.

Yleistä rekisteröintiasiakirjaa koskevaan asetuksen 9 artiklan 2 kohtaan tehtäisiin muutos, jolla lyhennettäisiin aikaa, jonka jälkeen yleisen rekisteröintiasiakirjan voisi toimittaa toimivaltaiselle viranomaiselle hyväksymismenettelyä noudattamatta kahdesta tilikaudesta tilikauteen.

Asetuksen 13 artiklan 1 kohdan toiseen alakohtaan lisättäisiin uudet f ja g kohdat, joissa säädettäisiin, että komission on esiteluetteloita laatiessaan otettava huomioon yritysten velvollisuus

² Ks. lainsäädäntöpaketin kansallisesta täytäntöönpanosta https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/Kasittely-tiedotValtiopaivaasia/Sivut/HE_126+2021.aspx.

kestävyysraportointiin (f kohta) sekä markkinoidaanko ei-osakesidonnaisia arvopapereita huomioiden ympäristölliset, sosiaaliset ja hallinnolliset (*Environmental, Social and Governance, ESG*) tekijät (g kohta).

Lainsäädäntöehdotus sisältää ehdotuksen uudesta EU:n kasvuesitteestä (*EU Growth Issuance Document*) (7 artiklan 12 b kohta, 15 a artikla, 21 artiklan 5 c kohta sekä liitteet VII ja VIII), joka korvaisi nykyisen EU:n kasvuesitteen. Tämän seurauksena asetuksen 15 artikla koskien EU:n kasvuesitettä kumottaisiin. Asetuksen 50 artiklan 2 kohtaan lisättäisiin tätä koskevat siirtymäsäännökset.

Säännökset koskien uutta EU:n kasvuesitettä olisivat lähtökohtaisesti pakollisia ja koskisivat tiettyjä arvopapereiden yleisölle tarjoamia, kuten tilanteita, joissa pk-yritykset tarjoavat arvopapereita yleisölle sekä tilanteita, joissa tarjoaja on liikkeeseenlaskija, jonka arvopaperit on otettu tai jotka otetaan kaupankäynnin kohteeksi pk-yritysten kasvumarkkinalla, edellyttäen, että liikkeeseenlaskijan arvopapereita ei ole otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla.

Uutta kasvuesitettä koskisi standardoitu muoto ja tietojen esittämisjärjestys, siihen kohdistuisi sivumäärärajoitus (75 sivua) tilanteessa, jossa arvopapereita tarjotaan yleisölle ja se voitaisiin tiivistelmää lukuun ottamatta laatia kansainvälisillä finanssimarkkinoilla yleisesti hyväksytyllä kielellä (käytännössä englanniksi).

Ehdotuksella lisättäisiin myös uusi esitetyyppi, EU:n jatkoesite (7 artiklan 12 b kohta, 14 a artikla, 20 artiklan 6 b kohta ja 21 artiklan 5 b kohta sekä liitteet IV ja V), joka korvaisi asetuksen 14 artiklan mukaiset yksinkertaistetut tietovaatimukset jälkimarkkina-aineissa. Tämän seurauksena asetuksen 14 artikla koskien yksinkertaistettuja tietovaatimuksia listautumisen jälkeisille liikkeeseenlaskuille kumottaisiin. Asetuksen 50 artiklan 1 kohtaan lisättäisiin tätä koskevat siirtymäsäännökset.

Lähtökohtaisesti EU:n jatkoesitteeseen voitaisiin turvautua jälkimarkkina-aineissa edellyttäen, että liikkeeseenlaskijan arvopaperit ovat olleet kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla tai pk-yritysten kasvumarkkinalla yhtäjaksoisesti vähintään 18 kuukautta.

Jatkoesitettä (enintään 50 sivua) koskisi samanlaiset vaatimukset kuin edellä kasvuesitteen osalta on kuvattu.

Asetuksen 16 artiklan mukaisten riskitekijöiden esittämistapaa yksinkertaistettaisiin. Asetuksen 19 artiklaa muutettaisiin tekemällä esitteeseen viittaamalla sisällytettävien tietojen menettelystä pakollista. Lisäksi 19 artiklan 1 b kohdan mukaan liikkeeseenlaskijan ei olisi täydennettävä esitettä vuosi- tai osavuositarkastuksilla, mikäli esite on edelleen 12 artiklassa säädettyllä tavalla voimassa. Asetuksen 21 artiklaa muutettaisiin poistamalla sijoittajien mahdollisuus pyytää paperikopioita esitteestä. Asetuksen 27 artiklaa muutettaisiin säätämällä mahdollisuudesta laatia esite ainoastaan englannin kielellä esitteen tiivistelmää lukuun ottamatta.

Asetuksen 20 artiklan 1 kohtaa koskien komission delegoitua säädösvaltaa muutettaisiin. Muutokset koskisivat delegoitua säädösvaltaa liittyen esitteen tarkastamiseen toimivaltaisessa viranomaisessa, tarkastusaikaa sekä tarkastusajan ylittymisestä aiheutuvia seuraamuksia. Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen, jäljempänä *ESMA*, olisi vähintään joka kolmas vuosi suoritettava arviointi esitteen tarkastus- ja hyväksymismenettelyjen toimivuudesta.

Asetuksen 21 artiklan 1 kohdan toisen alakohdan mukaista aikaa antaa esite yleisön saataville tarjottaessa yleisölle ensimmäistä kertaa osakkeita, joka on otettu ensimmäistä kertaa kaupan käynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla, lyhennettäisiin vähintään kuudesta työpäivästä kolmeen työpäivään ennen tarjouksen päättymistä. Muutosten tavoitteena on nopeutetun tarjousten keräämismenettelyn (eng. *swift book-building*) tehostaminen ja vähittäissijoittajien merkintöihin osallistumisen lisääminen.

Asetuksen 23 artiklaan CMRP-lainsäädäntöpakettin yhteydessä väliaikaisesti tehtyt muutokset muutettaisiin pysyviksi. Muutokset koskevat sekä sijoittajan sitoumuksen peruuttamisaikaa että rahoituksenvälittäjien informointivelvollisuutta esitteen täydennystapauksissa.

Asetuksen 29 artiklaan lisättäisiin säännöksiä yleisistä vastaavuusedellytyksistä vastaavuuden tunnustamisen parantamiseksi, kun esite on laadittu kolmannessa maassa. Menettelyä yksinkertaistettaisiin korvaamalla jäsenvaltion toimivaltaisen viranomaisen kolmannessa maassa laadittu esitteen hyväksymismenettely esitteen toimittamisvelvollisuudella kyseiselle viranomaiselle. Komissiolle annettaisiin valta antaa delegoituja säännöksiä vastaavuusedellytysten täsmentämiseksi.

Asetuksen 30 artiklaa muutettaisiin antamalla ESMA:lle tehtäväksi perustaa yhteistyöjärjestelyt kolmansien maiden valvontaviranomaisten kanssa. Komissiolle annettaisiin valta määritellä näiden yhteistyöjärjestelyjen vähimmäissisältö.

ESMA:n vuotuista kertomusta koskevaa 47 artiklaa muutettaisiin, jotta säännös kattaisi jatkossa myös EU:n jatkoesitteen ja uuden EU:n kasvuesitteen sekä tietyt ehdotetut esitepoikkeukset jälkimarkkina-anteihin liittyen.

Asetuksen 48 artiklan mukaista uudelleentarkasteluartiklaa sekä komission tarkastelun alaan kuuluvia seikkoja muutettaisiin ehdotettujen muutosten seurauksena.

3.2.2 Markkinoiden väärinkäyttöasetuksen muuttaminen (2 artikla)

Asetuksen markkinoiden tunnustelua koskevaa 11 artiklaa täsmennettäisiin siten, että sen perusteella olisi selvää, että markkinoiden tunnustelua koskevan sääntelyn soveltaminen luo sitä soveltaville turvasataman (eng. *safe harbour*) sisäpiiritiedon laittomalta ilmaisemiselta, eikä sääntelyn soveltaminen siten olisi pakollista. Sisäpiiritiedon laitonta ilmaisemista kontrolloitaisiin kuitenkin velvollisuudella dokumentoida perusteltu arvio siitä, onko markkinoiden tunnustelun yhteydessä annettu tieto ollut sisäpiiritietoa. Dokumentoidut tiedot olisi annettava toimivaltaiselle viranomaiselle pyynnöstä. Lisäksi markkinoiden tunnustelua koskeva sääntely ulotettaisiin koskemaan myös tilanteita, jotka eivät lopulta johda liiketoimen julkistamiseen.

Asetusehdotuksella kavennettaisiin MAR 17 artiklan 1 kohdan mukaisen sisäpiiritiedon julkistamisen soveltamisalaa siten, etteivät pitkäkestoisen menettelyn välivaiheet enää olisi jatkuvan tiedonantovelvollisuuden kohteena. Ehdotuksessa asetetaan tähän liittyen velvollisuus liikkeenlaskijoille varmistua sisäpiiritiedon käyttökiellon kohteena olevan sisäpiiritiedon luottamuksellisuudesta säilymisestä siihen asti, kunnes sisäpiiritieto julkistetaan markkinoille jatkuvan tiedonantovelvollisuuden nojalla. Tietovuodon tapauksissa liikkeenlaskijalla on välittömästi velvollisuus julkistaa sisäpiiritieto. Sisäpiiritiedon määritelmäsäännöstä MAR 7 artiklassa ei ehdoteta muutettavaksi, minkä vuoksi pitkäkestoisen menettelyn välivaiheet olisivat edelleen sisäpiiritietoa väärinkäyttösääntelyn tarkoittamassa mielessä. MAR 7 artiklan 1 kohdan d alakohtaan tehtäisiin kuitenkin niin sanottua *front running* -toimintaa koskeva soveltamisalan laajennus.

Ehdotuksella parannettaisiin oikeusvarmuutta valtuuttamalla komissio antamaan delegeoituja säädöksiä siitä, mitkä tiedot ovat jatkuvan tiedonantovelvollisuuden kohteena ja mikä on kulloinkin se ajankohta, jona tällaiset tiedot on julkistettava markkinoille. Komission olisi laadittava näistä tiedoista ja tilanteista ei-tyhjentävä listaus.

Asetuksen 17 artiklan 4 kohtaa muutettaisiin siten, että siinä oleva edellytys siitä, ettei tiedon julkistamisen lykkääminen todennäköisesti johtaisi yleisöä harhaan korvattaisiin täsmällisemmällä edellytysten listalla siitä, milloin sisäpiiritiedon julkistamista voidaan lykätä. Lykkäämispäätöksen tiedoksi antamisen ajankohtaa toimivaltaiselle viranomaiselle aikaistettaisiin siihen hetkeen kun lykkäämispäätös on tehty.

Asetuksen 18 artiklaa muutettaisiin siten, että siihen asetuksella (EU) 2019/2115 tehdyt pk-yritysten kasvumarkkina -liikkeeseenlaskijoita koskevat, jäsenvaltio-option sisältäneet, muutokset koskivat jatkossa kaikkia liikkeeseenlaskijoita. Muutos tekisi pysyvistä sisäpiiriläistä, eli henkilöistä joilla on liikkeeseenlaskijassa tehtävänsä tai asemansa vuoksi säännöllinen pääsy liikkeeseenlaskijaa koskevaan sisäpiiritietoon, laadittavan sisäpiiriluettelon laatimisesta ja ylläpitämisestä pakollista. Samalla muutos kaventaisi liikkeeseenlaskijan velvollisuutta pitää sisäpiiriluettelo muista henkilöistä, joilla on pääsy sisäpiiritietoon (ns. hankekohtainen sisäpiiri). Muutos koskisi vain liikkeeseenlaskijoita, eikä niiden puolesta tai lukuun toimivia. Jäsenvaltioilla olisi lisäksi mahdollisuus päättää jatkaa nykyistä oikeustilaa velvollisuudesta laatia ja ylläpitää sisäpiiriluettelo, joka kattaa kaikki henkilöt, joilla on pääsy sisäpiiritietoon edellyttäen, että liikkeeseenlaskijan arvopaperit ovat olleet kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinnalla vähintään viisi vuotta.

Johtohenkilöiden liiketoimien ilmoittamista koskevan 19 artiklan mukaista liiketoimien ilmoittamiskynnystä nostettaisiin 5 000 eurosta 20 000 euroon. Toimivaltaisen viranomaisen mahdollisuutta nostaa raja-arvoa muutettaisiin 20 000 eurosta 50 000 euroon. Lisäksi suljetun ikkunan aikana toteutettavien liiketoimien poikkeusten listaan lisättäisiin uusia liiketoimia. Muutokset koskisivat lähinnä muita liiketoimia kuin liiketoimia osakkeilla sekä sellaisia liiketoimia, joihin ei liity erillistä sijoituspäätöstä.

Ehdotuksella lisättäisiin asetukseen uusi 25 a artikla, jossa säädettäisiin markkinapaikoilta kerättävien toimeksiantotietojen toimittamisesta rajat ylittävän tietojen vaihtamisen parantamiseksi, jotta toimivaltaisen viranomaiset voisivat paremmin havaita markkinoilla tapahtuvia väärinkäytöksiä.

Asetuksen 30 artiklan 2 kohdan i alakohtaa ja 4 kohtaa muutettaisiin, jotta tiedonantovelvollisuuksien rikkomisista seuraavissa hallinnollisissa seuraamuksissa huomioitaisiin paremmin liikkeeseenlaskijan koko.

Asetuksen 5 artiklassa säädetään muun muassa takaisinosto-ohjelmista. Ehdotuksella artiklassa tarkoitettua omilla osakkeilla tehtyjen kauppojen raportointia kevennettäisiin.

3.2.3 Rahoitusvälineiden markkinat -asetuksen muuttaminen (3 artikla)

Markkinoiden väärinkäyttöasetukseen tehtävä muutos toimeksiantotietojen toimittamisesta rajat ylittäen kansallisten viranomaisten välillä (ehdotettu 25 a artikla) edellyttää tiettyjä muutoksia rahoitusvälineiden markkinat -asetukseen (EU) 600/2014. Muutokset koskevat toimivaltaisen viranomaisen mahdollisuuksia saada toimeksiantotietoja markkinapaikoilta sekä ESMA:n valtuutta laatia mallipohja toimeksiantotietojen varastoisemiseksi.

3.2.4 Voimaantulosäännökset (4 artikla)

Asetus tulisi voimaan kahdentenakymmenentenä päivänä siitä, kun se on julkaistu Euroopan unionin virallisessa lehdessä. Tietyt muutokset esiteasetukseen koskien esitteen muotoa ja tietojen esittämistapaa sekä muutokset markkinoiden väärinkäyttöasetukseen koskien pitkäkestoisien menettelyjen välivaiheiden julkistamista tulisivat kuitenkin sovellettaviksi kahdentoista kuukauden kuluttua asetuksen voimaantulosta.

3.3 Direktiiviehdotus rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin muuttamiseksi ja listalleottodirektiivin kumoamiseksi

3.3.1 Rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin muuttaminen (1 artikla)

Rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin 2014/65/EU 4 artiklan 1 kohdan 12 alakohdan määritelmää pk-yritysten kasvumarkkinasta muutettaisiin siten, että pk-yritysten kasvumarkkina voisi jatkossa muodostaa vain osan monenkeskisestä kaupankäyntijärjestelmästä.

Direktiivin 24 artiklaan lisättäisiin uusi 3 a kohta sijoitustutkimuksen vaatimuksista, joiden mukaan sijoitustutkimuksen tulee olla asiallista ja selkeää eikä se saa olla harhaanjohtavaa. Lisäksi artiklaan lisättäisiin uudet 3 b—3 d kohdat liikkeeseenlaskijan osittain tai kokonaan maksaman sijoitustutkimuksen (eng. *issuer sponsored research*) vaatimuksista. Direktiiviehdotuksella luotaisiin puitteet liikkeeseenlaskijoiden itsensä maksamalle sijoitustutkimukselle. Liikkeeseenlaskijan maksaman sijoitustutkimuksen tulisi noudattaa jäsenvaltioon rekisteröidyn säännellyn markkinan ylläpitäjän tai toimivaltaisen viranomaisen laatimaa tai hyväksymää menettelytapasäännöstöä (eng. *code of conduct*). Menettelytapasäännöstö sisältäisi vähimmäisvaatimukset sijoitustutkimuksen itsenäisyydelle ja riippumattomuudelle. Mikäli menettelytapasäännöstöä ei noudatettaisi, tulisi materiaalissa ilmoittaa sen olevan markkinointiviestintää. Liikkeeseenlaskijan maksaman sijoitustutkimuksen voisi toimittaa ehdotetun *European Single Access Point (ESAP)* -asetuksen³ mukaiseen keskitettyyn eurooppalaiseen järjestelmään. Edellisten muutosten lisäksi artiklan 9 a kohdan c alakohdan mukaista kannustinkiellon soveltumisen markkina-arvon alarajaa nostettaisiin miljardista eurosta kymmeneen miljardiin euroon. Markkina-arvoltaan raja-arvon alle jääviä yrityksiä ei täten koskisi sijoitustutkimuksen kannustinkiello (eng. *unbundling rule*), jonka mukaan sijoituspalveluyrityksen tulee maksaa kolmannen osapuolen tuottamasta sijoitustutkimuksesta erilliseltä tutkimusmaksutililtä tai omista varoista, jotta sijoitustutkimusta ei pidettäisi kannustimena.

Direktiivin 33 artiklan 1 ja 2 kohtiin lisättäisiin mahdollisuus rekisteröidä vain osa monenkeskisestä kaupankäyntijärjestelmästä pk-yritysten kasvumarkkinaksi. Artiklaan lisättäisiin uusi 3 a kohta, joka sisältäisi tarkemmat vaatimukset monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän osan rekisteröinnille pk-yritysten kasvumarkkinaksi. Artiklan 4—6 kohtiin lisättäisiin viittaukset monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän osan rekisteröinnistä pk-yritysten kasvumarkkinaksi. Artiklan 8 kohtaa muutettaisiin siten, että komissiolla olisi valta hyväksyä myös sellaisia delegoituja säädöksiä, joissa täsmennettäisiin uudessa 3 a kohdassa säädettyjä vaatimuksia.

Direktiiviin lisättäisiin uusi 51 a artikla, joka sisältäisi tarkentavia vaatimuksia osakkeille, jotka otetaan kaupankäynnin kohteeksi. Säännökset vastaisivat pääosin kumottavan listalleottodirektiivin 43 ja 48 artiklojen vaatimuksia. Vaatimusta yleisöllä olevasta osakkeiden vähimmäismäärästä suhteessa kaupankäynnin kohteena olevien osakkeiden kokonaismäärään (eng. *free float*)

³ https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:4729104b-4ddc-11ec-91ac-01aa75ed71a1.0022.02/DOC_1&format=PDF. Ks. ehdotuksen kansallisesta käsittelystä https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/KasittelytiedotValtiopaivaasia/Sivut/U_81+2021.aspx

laskettaisiin 10 %:iin listalleottodirektiivin 25 %:sta. Yleisöllä olevien osakkeiden vähimmäismäärästä poistettaisiin lisäksi listalleottodirektiiviin sisältynyt vaatimus, jonka mukaan yleisön tulee olla sijoittautunut jäsenvaltioon. Lisäksi komissiolla olisi direktiivin 89 artiklan mukaisesti valta hyväksyä delegoituja säädöksiä, joissa täsmennettäisiin kaupankäynnin kohteeksi otettavien osakkeiden vaatimuksia, mikäli vaatimukset heikentäisivät markkinoiden likviditeettiä, taloudellinen kehitys huomioiden.

Direktiivin 89 artiklan 2, 3 ja 5 kohtia, joissa säädetään komissiolle siirretystä vallasta antaa delegoituja säädöksiä, Euroopan parlamentin ja neuvoston mahdollisuudesta peruuttaa säädösvallan siirto ja delegoitujen säädösten voimaantulosta, muutettaisiin ehdotuksessa muutettujen tai lisättyjen säännösten mukaisiksi.

3.3.2 Listalleottodirektiivin kumoaminen (2 artikla)

Listalleottodirektiivi 2001/34/EY ehdotetaan kumottavaksi 24 kuukautta muutodirektiivin voimaantulon jälkeen. Listalleottodirektiivin säännökset yleisön hallussa olevista osakkeista ja osakkeiden vähimmäismarkkina-arvosta siirrettäisiin rahoitusvälineiden markkinat -direktiiviin, kuten edellä on tarkemmin kuvattu.

3.3.3 Saattaminen osaksi kansallista lainsäädäntöä (3 artikla)

Direktiivin muutokset olisi saatettava osaksi kansallista lainsäädäntöä kahdentoista kuukauden kuluttua direktiivin voimaantulosta. Kansalliseen lainsäädäntöön tehtyjä muutoksia olisi sovellettava kahdeksantoista kuukauden kuluttua direktiivin voimaantulosta.

3.3.4 Voimaantulo (4 artikla)

Direktiivi tulisi voimaan kahdentenakymmenenä päivänä siitä, kun se on julkaistu Euroopan unionin virallisessa lehdessä.

4 Ehdotuksen oikeusperusta ja suhde suhteellisuus- ja toissijaisuusperiaatteisiin

Oikeusperusta

Asetusten muutosehdotukset perustuvat Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen (SEUT) 114 artiklaan ja direktiiviehdotukset sekä SEUT 50 että 114 artiklaan. Ehdotukset käsitellään tavallisessa lainsäätämisyjärjestyksessä ja hyväksymisestä päätetään neuvostossa määräenemmistöllä.

Valtioneuvosto pitää komission ehdotuksia oikeusperustan näkökulmasta perusteltuina. Sekä asetusten muutosehdotusten että direktiiviehdotusten voidaan katsoa liittyvän sisämarkkinoiden toteuttamiseen ja niiden toiminnan vahvistamiseen.

Toissijaisuusperiaate

Euroopan unionista tehdyn sopimuksen (SEU) 5 artiklan 3 kohdan toissijaisuusperiaatteen mukaan toimia on toteutettava EU:n tasolla vain, jos jäsenvaltiot eivät voi yksin saavuttaa suunniteltuja tavoitteita riittävällä tavalla, vaan ne voidaan ehdotetun toiminnan laajuuden ja vaikutusten vuoksi saavuttaa paremmin EU:n tasolla.

Komissio katsoo ehdotusten noudattavan toissijaisuusperiaatetta, koska liikkeeseenlaskijoihin ja markkinapaikkoihin sovellettavat vaatimukset ovat pitkälti EU-lainsäädännöllä jo harmonisoitua oikeutta. Koska ehdotuksilla tavoitellaan pääomamarkkinoiden kehittämistä kaikkialla EU:ssa, on perusteltua, että toimenpiteet toteutetaan EU:n tasolla.

Valtioneuvosto pitää ehdotuksia toissijaisuusperiaatteen mukaisina.

Suhteellisuusperiaate

SEU 5 artiklan 4 kohdan suhteellisuusperiaatteen mukaisesti unionin toiminnan sisältö ja muoto eivät saa ylittää sitä, mikä on tarpeen perussopimusten tavoitteiden saavuttamiseksi. Komission mukaan ehdotuksilla pyritään lievittämään listautuvien ja jo listattujen yhtiöiden sääntelytaakkaa. Sääntelytaakan kevennyksissä on otettu huomioon se, ettei sijoittajansuoja niiden seurauksena merkittävästi heikenny.

Valtioneuvosto pitää ehdotuksia suhteellisuusperiaatteen näkökulmasta perusteltuina.

5 Ehdotuksen vaikutukset

Vaikutukset markkinoille

EU:n pääomamarkkinat ovat kehittymättömämpiä kuin verrokkimaista Yhdistyneessä kuningaskunnassa ja Yhdysvalloissa, jotka voidaan tunnistaa EU:n kilpailijoina listautumismarkkinoissa. Viime vuosikymmenenä EU:n listautumismarkkina on ollut laskutrendissä. Esimerkiksi vuonna 2021 noin kolmannes maailmalla tapahtuneista listautumisista tapahtui Yhdysvalloissa, kun taas vain noin 11 %:a listautumisista tapahtui EU:ssa. Yhdistyneessä kuningaskunnassa listautumisista tapahtui 4 %:a ja Kiinassa 18 %:a. Listautumisissa kerättyjen pääomien määrä väheni EU:ssa vuoden 2015 0,9 %:sta BKT:sta 0,3 %:iin vuonna 2020. EU:ssa kerättyjen pääomien määrä on huomattavasti vähemmän kuin Yhdysvalloissa ja Yhdistyneessä kuningaskunnassa.

Mikäli EU:n yritykset kokevat, että EU:n pääomamarkkinat eivät pysty tarjoamaan liikkeeseenlaskijoiden etsimää listautumisympäristöä, yritykset etsivät listautumista ja rahoitusta EU:n ulkopuolelta, minkä seurauksena EU:n kilpailukyky ja innovaatiokyky voivat heikentyä merkittävästi. Lainsäädäntöehdotusten tavoitteena on vaikuttaa siihen, että EU:n yritykset kokisivat listautumismarkkinat EU:ssa puoleensavetävinä.

EU:n pääomamarkkinoiden rakenteelliset ongelmat eivät ilmene yksinomaan listautumisten vähentyneessä määrässä, vaan myös yritysten listalta poistumisina. Vuodesta 2012 alkaen listalta poistuneiden yhtiöiden määrä on yli tuplaantunut EU:ssa. Komission mukaan EU:ssa listalta poistumiset ovat selvästi yleisempiä kuin listautumiset, minkä seurauksena listayhtiöiden kokonaismäärä EU:ssa on vähentynyt. Yhtenä syynä tähän on komission vaikutusarvioasiakirjan arvioissa tunnistettu sääntelyn noudattamisesta aiheutuvat kustannukset, joita lainsäädäntöehdotuksilla pyritään laskemaan.

Suomessa listalta poistuneiden lukumäärä oli aikavälillä 2012—2022⁴ 48 yhtiötä (40 päälistan yhtiötä ja 8 First North -markkinapaikan yhtiötä). Näistä kahdessa tapauksessa⁵ kysymys oli

⁴ Tilanne 21.12.2022.

⁵ Yksi tapaus vuonna 2012 ja toinen vuonna 2015.

siitä, että yhtiö olisi poistunut listalta omasta pyynnöstä. Molemmat olivat First North -yhtiöitä. Uusien listayhtiöiden määrä vastaavalla aikavälillä oli 127 yhtiötä⁶ (55 päälistan yhtiöitä ja 72 First North -yhtiöitä).

Suomessa oli 21.12.2022 135 pörssiyhtiötä ja 52 First North -yhtiötä. Suomessa listautuminen on ollut viime vuosina suosittua, mutta listautumishalukkuus näyttää vähentyneen yleisen markkinatilanteen heikentymisen takia. Suomen markkinoille hyviä verrokkeja ovat Nasdaq Nordic -konsernin pörssit Tukholmassa ja Kööpenhaminassa. Ruotsissa listautumismäärät ovat merkittävästi suuremmat kuin Suomessa, kun taas Tanskan listautumismäärät muistuttavat Suomea. Yleisesti ottaen listautumistilanne on Pohjoismaissa parempi kuin monissa muissa Euroopan maissa.

Vaikutukset yrityksille

Suunnitellessaan listautumista yritys arvioi listautumisesta saatavia hyötyjä ja haittoja sekä arvioi myös vaihtoehtoisia rahoituskanavia ja niiden kustannuksia suhteessa listautumiseen. Listautumisvaiheessa yrityksiin vaikuttaa muun ohella listautumisesitteen laatimisesta seuraavat kustannukset, joihin vaikuttavat muun muassa sääntelystä seuraavien tiedonantovelvollisuuksien sisältö. Komission selvitysten perusteella vakiomuotoisen esitteen laatiminen oman pääoman ehtoisten instrumenttien liikkeeseenlaskulle on kalleinta (jopa 300 000 euroa suurelle liikkeeseenlaskijalle). EU:n kasvuesitteen ja yksinkertaistettujen esitteiden kustannukset ovat noin 25 %:a vähemmän. EU:n elpymisesitteestä saatavan rajoitetun datan perusteella sen laatimisesta seuraavat kustannukset olisivat edelleen noin 40 %:a pienemmät (kun verrataan yksinkertaistettuun esitteeseen jälkimarkkina-aineissa). Listautumisen jälkeen yritykseen (ja sen haluun pysyä listayhtiönä) vaikuttavat muun ohella sääntelyn noudattamisesta seuraavat kustannukset ja litigaatoriski. On kuitenkin otettava huomioon, että pk-yrityksistä hyvin pieni osa on sellaisia, joille listautuminen on missään vaiheessa varteenotettava vaihtoehto rahoituskanaavaksi. Kaupparekisterin tietojen mukaan Suomessa oli vuoden 2023 alussa yli 270 000 osakeyhtiömuotoista yritystä.⁷ Näistä ainoastaan 187 on listautunut joko pörssiin (135 kpl) tai pk-yritysten kasvumarkkinalle (52 kpl).⁸

Komission arvion mukaan esiteasetuksen sääntely nykymuodossaan aiheuttaa esiteasetuksen tavoitteiden kannalta tarpeetonta hallinnollista taakkaa ja kustannuksia liikkeeseenlaskijoille. Komission mukaan esitesääntelyn tavoitteet, kuten sijoittajansuojanäkökohdat, voitaisiin saavuttaa liikkeeseenlaskijoille vähemmän kustannuksia aiheuttavalla tavalla. Yritykset voisivat saavuttaa kustannussäästöjä esitteessä esitettävien tietojen moninaisuuden ja esitteen pituuden karsimisella. Lisäksi esitteen tarkastamismenettelyä voitaisiin tehostaa yhdenmukaistamalla toimivaltaisten viranomaisten esitteen tarkastamismenettelyä ja sääntelemällä esitteen hyväksymismenettelyyn käytettävästä ajasta. Komission mukaan liikkeeseenlaskijat hyötyisivät kustannussäästöinä erityisesti kevennyksinä vakiomuotoiseen esitteeseen, uuden tyyppisestä EU:n hyväksymisasiakirjasta arvopapereita yleisölle tarjottaessa tai pk-yritysten kasvumarkkinalle kaupankäynnin kohteeksi haettaessa sekä esitepoikkeuksista, jotka soveltuisivat suurimpaan osaan jo listattujen yritysten jälkimarkkina-aineista. Lisäksi esitteeseen viittaamalla sisällytettyjen asiakirjojen menettelystä tehtäisiin pakollista, minkä komissio arvioi merkittävästi alentavan liikkeeseenlaskijoiden hallinnollista taakkaa.

⁶ Luvussa on otettava huomioon, että siihen sisältyy myös yhtiöiden siirtymiset First North -listalta päälistalle, erilaisten yritysjärjestelyjen seurauksena syntyneet yhtiöt sekä rinnakkaislistautumiset.

⁷ <https://www.prh.fi/fi/kaupparekisteri/yritystenlkm/lkm.html>

⁸ Tilanne 21.12.2022.

Esitteen pituuden rajoittamisella yhdistettynä yksinkertaistetumpaan esitteen hyväksymismenettelyyn saavutettaisiin komission arvioiden mukaan listautumisvaiheessa yhteensä noin 58 700 000 euron vuosittaiset kustannussäästöt liikkeeseenlaskijoille (56 000 000 säännellyn markkinan liikkeeseenlaskijoille ja 2 700 000 pk-yritysten kasvumarkkinoiden liikkeeseenlaskijoille).

Ehdotetun esitepoikkeuksen, joka soveltuisi jälkimarkkina-aineissa, joissa lasketaan liikkeeseen samanlaisia arvopapereita kaupankäynnin kohteena jo olevien arvopapereiden kanssa, oletetaan komission mukaan tuovan EU-tasolla noin 7 380 000 euron vuosittaiset kustannussäästöt. Tilanteissa, joissa lasketaan liikkeeseen arvopapereita, jotka ovat erilaisia kuin kaupankäynnin kohteena jo olevat arvopaperit, edellytettäisiin EU:n elpymisesitteen kaltaista esitettä. Komissio arvioi muutoksesta seuraavien vuosittaisten kustannussäästöjen olevan EU-tasolla noin 1 056 000 euroa.

Lisäksi komissio on ehdottanut arvopapereita yleisölle tarjottaessa esitteen laatimisvelvollisuuden raja-arvon nostamista 12 miljoonaan euroon, jonka alittaminen ei enää perustuisi kansalliseen harkintaan. Raja-arvo ei soveltuisi arvopapereiden kaupankäynnin kohteeksi hakemiseen säännellyllä markkinalla. Komission arvion mukaan muutoksella ei olisi merkittäviä vaikutuksia suuriin liikkeeseenlaskijoihin, joiden arvopapereiden yleisölle tarjoamiset ovat yleisesti ottaen olleet merkittävästi korkeampia. Kooltaan pienempien liikkeeseenlaskijoiden, kuten pk-yritysten, oletetaan kuitenkin todennäköisesti hyötyvän muutoksesta, koska niiden ei olisi enää laadittava esitettä, mikä alentaisi huomattavasti niiden sääntelyn noudattamisesta seuraavia kustannuksia, ja lisäisi niiden listautumishalukkuutta. Komissio arvioi muutosten kokonaisvaikutukset yleisellä tasolla vähäisiksi, kun otetaan erityisesti huomioon, että muutos kohdistuisi vain arvopapereiden yleisölle tarjoamiseen.

Listautumisen jälkeen yrityksille aiheutuu kustannuksia sääntelyn noudattamisesta. Komissio on esittänyt, että MAR:n mukainen laaja sisäpiiritiedon määritelmä aiheuttaa oikeudellista epävarmuutta. Se voi johtaa yhtäältä sellaisten tietojen julkistamiseen, jotka eivät ole riittävän kypsä julkistettavaksi sekä toisaalta altistaa korkeille sanktorisille tilanteissa, joissa tiedon julkistaminen ei ole tapahtunut oikea-aikaisesti. Laajasta sisäpiiritiedon määritelmästä aiheutuva epävarmuus on komission mukaan omiaan johtamaan kohonneisiin sääntelyn noudattamiskustannuksiin, mukaan lukien kustannukset konsulteille ja oikeudellisille neuvonantajille. Lisäksi se voi johtaa siihen, että liikkeeseenlaskijat luokittelevat tiedon varmuuden vuoksi sisäpiiritiedoksi ollessaan epävarmojen tiedon sisäpiirilähteestä taikka lykkäävät tai jopa välttävät tiedon luokittelua. Komissio on havainnut merkittäviä eroja siinä, miten sidosryhmät tulkitsevat nykyistä sääntelyä sisäpiiritiedon määrittelemiseksi ja lykkäämismenettelyn edellytysten täyttämiseksi.

MAR:n mukaisista tiedonantovelvollisuuksista seuraavaa hallinnollista taakkaa lisää komission mukaan epäsuhtainen seuraamusjärjestelmä tiedonantovelvollisuuksien rikkomistapauksissa. Näin on asianlaista erityisesti pk-yrityksille. Koska pk-yrityksiin voi kohdistua suhteettoman korkea sanktoriski, komissio arvioi, että sanktiojärjestelmä toimii tavoitteidensa vastaisesti ja ennemminkin estää yritysten listautumisia kuin toimii pelotevaikutuksena mahdollisia sääntelyn rikkomistapauksia silmällä pitäen.

Komissio arvioi, että muutokset jatkuvan tiedonantovelvollisuuden kohteena olevissa tiedoissa ovat omiaan johtamaan sääntelyn noudattamiskustannusten alenemiseen. Arvioitu kustannussäästö liikkeeseenlaskijoille muutoksista tiedonantovelvollisuuden kohteena oleviin tietoihin olisi EU-tasolla noin 89 149 000 euroa (24 600 000 euroa pk-yrityksille ja 64 600 000 euroa muille yrityksille). Tiedonantovelvollisuuden lykkäämismenettelyyn kohdistuvat muutokset

voisivat puolestaan johtaa yrityksille EU-tasolla 11 200 000 euron kustannussäästöihin (1 200 000 euroa pk-yrityksille ja 10 000 000 euroa muille yrityksille).

Muilla MAR:iin tehtävillä, oletettavasti kevennyksiksi tarkoitetuilla, muutoksilla ei todennäköisesti saavutettaisi merkittäviä kustannussäästöjä, vaan kustannukset vain kanavoituisivat eri tavalla.

Rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin kohdennettujen muutosten tarkoituksena on parantaa pk-yritysten pääomamarkkinaehtoisen rahoituksen saatavuutta helpottamalla niihin kohdistuvaa sijoitustutkimusta ja kannustamalla monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän rekisteröintiä pk-yritysten kasvumarkkinaksi. Sijoitustutkimuksen puute voi komission mukaan vähentää sijoitushalukkuutta ja tätä kautta heikentää yritysten liikkeeseen laskemien arvopaperien likviditeettiä.

Rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin ja komission delegoidun direktiivin (EU) 2017/593 myötä sijoitustutkimuksen tarjoaminen katsottiin direktiivissä kielletyksi kannustimeksi sen vastaanottavalle sijoituspalveluyritykselle, paitsi jos sijoitustutkimus maksetaan sijoituspalveluyrityksen omista varoista tai veloitetaan asiakkaalta sijoituspalveluyrityksen hallinnassa olevan erillisen tutkimusmaksutilijärjestelyn kautta (kannustinkielto, eng. *unbundling rule*). Komission mukaan sijoitustutkimuksen kannustinkiellon tavoitteet paremmasta eturistiriitojen hallinnasta ja kustannusten läpinäkyvyydestä ovat pitkälti täyttyneet. Uusien itsenäisten sijoitustutkimuksen tuottajien määrä ei kuitenkaan ole EU:n tasolla lisääntynyt vaan päinvastoin vähentynyt. Kannustinkielto on komission mukaan voinut vähentää myös sijoitustutkimusta kokonaisuudessaan, erityisesti pk-yritysten osalta, joihin kohdistuva tutkimus on EU:n tasolla merkittävästi vähentynyt. Suomessa kannustinkiellon vaikutus sijoitustutkimuksen määrään ei ole ollut yhtä suuri kuin monissa muissa jäsenvaltioissa, mitä osaltaan selittää liikkeeseenlaskijoiden itsensä maksaman sijoitustutkimuksen lisääntyminen.

CMRP-lainsäädäntöpakettiin sisältyneellä rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin muutosdirektiivillä pyrittiin lisäämään pieniin ja keskisuuriin yrityksiin kohdistuvan sijoitustutkimuksen määrää sallimalla poikkeus kannustinkiellosta, mikäli sijoitustutkimus kohdistuisi markkina-arvoltaan alle yhden miljardin euron yrityksiin. Komission mukaan tällä ei kuitenkaan riittävästi puututtu havaittuihin ongelmiin, koska sijoitustutkimusta tarjoavat arvopaperinvälittäjät eivät ole juuri hyödyntäneet poikkeusta, koska kahden erilaisen hinnoittelumallin ylläpitäminen ei ole ollut kannattavaa.

Komissio katsoo, että nostamalla kannustinkiellon poikkeuksen rajaa yhdestä miljardista eurosta kymmeneen miljardiin euroon saataisiin sijoitustutkimus kohdistumaan laajempaan joukkoon erityisesti keskisuuria yrityksiä. Komissio odottaa kannustinkiellon poikkeusrajan nostamisen elvyttävän sijoitustutkimustoimialaa ja parantavan pk-yritysten mahdollisuuksia saada rahoitusta.

Suomessa kannustinkiellon poikkeusrajan nostamisen myötä kannustinkielto kohdistuisi enää ainoastaan sellaiseen sijoitustutkimukseen, jota tehtäisiin kahdeksasta Helsingin Pörssin markkina-arvoltaan suurimmasta yrityksestä.⁹ Muista suomalaista yrityksistä tehtävään sijoitustutkimukseen ei enää sovellettaisi kannustinkieltoa. Näiden yritysten mahdollisuudet saada rahoitusta voisivat parantua, mikäli niistä tehtäisiin enemmän sijoitustutkimusta kannustinkiellon

⁹ Marraskuun 2022 tilanteen mukaan.

poistumisen myötä. Käytännössä sijoitustutkimus kuitenkin tyypillisesti kohdistuu ainoastaan listattuihin yrityksiin, joten vaikutukset olisivat tätä kautta rajatut.

Sijoitustutkimuksen tuottajia ovat sijoituspalveluyritykset, investointipankit, itsenäiset sijoitustutkimusyrietykset ja erityisesti pk-yritysten tapauksessa liikkeeseenlaskijat itse. Suomessa sijoitustutkimusta tuottavat erityisesti pankkikonsernit sekä yksi pankeista riippumaton toimija.

Komission mukaan kannustinkiellon seurauksena vähentynyttä pieniin ja keskiisuuriin yrityksiin kohdistunutta sijoitustutkimusta on osin korvannut liikkeeseenlaskijan maksama sijoitustutkimus, johon komissio ehdottaa tarkempia säännöksiä ja säännellyn markkinan ylläpitäjän tai toimivaltaisen viranomaisen laatiman tai hyväksymän menettelytapasäännösten noudattamista.

Suomessa sijoitustutkimuksen tuottajat tarjoavat jo laajasti mahdollisuutta liikkeeseenlaskijoiden itsensä maksamaan sijoitustutkimukseen. Liikkeeseenlaskijoiden itsensä maksama sijoitustutkimus on Suomessa yleisempää kuin jäsenvaltioissa keskimäärin, joten sitä koskevat säännökset voisivat vaikuttaa verrattain suureen osaan suomalaisista yrityksistä tehdystä sijoitustutkimuksesta.

Listalleottodirektiivi ehdotetaan kumottavaksi. Ehdotuksen mukaan esitedirektiivi¹⁰ (2003/71/EY) ja avoimuusdirektiivi (2004/109/EY) ovat suurelta osin korvanneet listalleottodirektiivin säännökset arvopaperien listautumisen ja kaupankäynnin kohteeksi hyväksymisen yhteydessä annettavien tietojen harmonisoinnin osalta. Listalleottodirektiivin säännökset yleisön hallussa olevista osakkeista ja osakkeiden vähimmäismarkkina-arvosta ovat kuitenkin komission mukaan edelleen tarpeellisia, mistä syystä ne ehdotetaan siirrettäväksi rahoitusvälineiden markkinat -direktiiviin, kuten edellä on tarkemmin kuvattu. Kumoamisella ja säännösten siirtämisellä harmonisoitaisiin listautumissäännöksiä, vahvistettaisiin oikeusvarmuutta ja vähennettäisiin sääntelyarbitraasin riskiä EU:ssa. Laskemalla yleisön hallussa olevien osakkeiden vähimmäismäärää, yritysten listautuminen voi tulla helpommaksi ja houkuttelevammaksi.

Komissio arvioi lainsäädäntöehdotuksista seuraavan kokonaisuudessaan noin 167 miljoonan euron vuosittaiset säästöt liikkeeseenlaskijoille, pk-yritykset mukaan lukien.

Koska moniääniosakerakenteet ovat Suomessa jo sallittuja, ehdotuksella ei oleteta olevan tältä osin vaikutuksia suomalaisiin yrityksiin.

Vaikutukset sijoittajille

Komission mukaan ehdotetuilla muutoksilla olisi myös sijoittajien kannalta myönteisiä vaikutuksia, koska sijoittajat voisivat tehdä sijoituspäätöksiä jäsenetympien ja oikea-aikaisempien tietojen perusteella, jotka olisivat myös helpommin sijoittajien löydettävissä.

Komission mukaan nykymuodossaan esitteen pituus voi vaikuttaa negatiivisesti etenkin vähittäissijoittajien halukkuuteen tutustua esitteeseen ja siten harkintaan yhtiöön sijoittamiseksi. Esitteen pituuteen ja siinä esitettävien tietojen esittämistapaan tehtävillä muutoksilla voidaan komission arvion mukaan helpottaa esitteeseen tutustumista sekä vaikuttaa esitteiden ymmärrettävyyteen ja vertailtavuuteen jäsenvaltioiden välillä. Lisääntyneellä esitteeseen viittaamalla sisällytettyjen asiakirjojen menettelyllä voi kuitenkin komission mukaan olla sijoittajien selonotokustannuksia korottava vaikutus. Komissio arvioi kuitenkin vaikutukset vähäisiksi,

¹⁰ Esitedirektiivi on myöhemmin kumottu esiteasetuksella.

koska ehdotetun *European Single Access Point (ESAP)* -asetuksen ([U 81/2021 vp](#)) mukaisesti tiedot olisivat jatkossa sijoittajien saatavilla keskitetysti yhdessä eurooppalaisessa järjestelmässä.

Esiteasetuksen muutoksilla ehdotetaan myös poistettavaksi sijoittajien mahdollisuus pyytää paperikopioita esitteistä. Tämän mahdollisuuden poistuminen ei oletettavasti vaikuttaisi suomalaisten sijoittajien asemaan merkittävästi, sillä paperikopioita ei tiettävästi juurikaan pyydetä. Mahdollisuudella laatia esite englanniksi voidaan arvioida olevan vaikutuksia sijoittajille, joiden kielitaito rajoittuu kansalliseen kieleen. Tämän vaikutuksia kuitenkin rajoittaa se, että sijoittajilla olisi kuitenkin jatkossakin mahdollisuus tutustua esitteen tiivistelmässä esitettyihin esitteen keskeisiin tietoihin kansallisella kielellä.

Komissio ei arvioi jälkimarkkina-anteihin liittyvillä esitekevennyksellä olevan sijoittajien kannalta merkittäviä haitallisia vaikutuksia, sillä liikkeeseenlaskijoiden olisi edelleen laadittava erillinen tiivistelmäasiakirja, josta ilmenisi sijoittajien kannalta keskeinen informaatio, minkä lisäksi liikkeeseenlaskijoita velvoittaa edelleen sääntelystä seuraavat säännöllinen ja jatkuva tiedonantovelvollisuus.

MAR:n mukaisella jatkuvan tiedonantovelvollisuuden selventämisellä komissio arvioi olevan sijoittajien kannalta myönteisiä vaikutuksia. Komission mukaan nykymuodossaan velvollisuus julkistaa kaikki sisäpiiritieto mahdollisimman pian sen syntymisestä on omiaan johtamaan siihen, että julkistettut tiedot eivät ole vielä saavuttaneet riittävää kypsyyden astetta, mikä voi johtaa siihen, että sijoittavat tekevät näiden tietojen perusteella sijoituspäätöksiä, jotka jälkikäteen arvioiden voivat osoittautua epäoptimaalisiksi. Komissio kuitenkin huomioi, että jatkuvan tiedonantovelvollisuuden nojalla julkistettavien sisäpiiritietojen alan supistaminen voi jossain määrin johtaa liikkeeseenlaskijoiden läpinäkyvyyden vähenemiseen.

Pk-yrityksiin kohdistuvan sijoitustutkimuksen lisääntyessä sijoittajat voisivat paremmin tunnistaa sijoitusmahdollisuuksia ja hajauttaa sijoitussalkkuaan erilaisiin sijoituskohteisiin.

Yleisön hallussa olevien osakkeiden vähimmäismäärän laskeminen voi heikentää sijoittajien asemaa, koska vähäinen yleisön hallussa olevien osakkeiden määrä voi heikentää likviditeettiä ja kasvattaa osakkeiden osto- ja myyntihinnan erotusta.

Vaikutukset viranomaisiin

Komissio arvioi, että lainsäädäntöehdotuksilla olisi vaikutuksia viranomaisten hallinnollisen taakan ja kustannusten vähenemiseen, koska yksinkertaisemmat, selkeämmät ja yhdenmukaistetummat vaatimukset tehostaisivat viranomaisten valvontatehtävien toteuttamista. Sekä esitesääntelyn että MAR:n muutokset vähentäisivät viranomaisille toimitettujen tietojen määrää ja niiden tarkastamiseen käyttämää aikaa, mikä keventäisi työtaakkaa viranomaisissa. Lisäksi muutokset vaikuttaisivat niihin eroihin, joita jäsenvaltioiden viranomaisissa ilmenee (mm. tietojen tarkastamiseen käyttämä aika sekä erilaiset tulkinnat). Toisaalta on kuitenkin syytä ottaa huomioon, että mikäli tavoitteet listautumisten lisääntyneestä määrästä saavutetaan, voi suuremmalla listautuvien ja listayhtiöiden määrällä olla kansallisissa viranomaisissa työmäärää kasvattava vaikutus. Myös uusien säännösten tulkitseminen voi aiheuttaa lisääntyvää hallinnollista taakkaa viranomaisissa.

Valvojien toimeksiantotietojen seurantajärjestelmän vahvistamisen standardisoimalla toimeksiantotietojen raportointimuotoja sekä edistämällä tällaisten tietojen vaihtamista kansallisten viranomaisten välillä arvioidaan komission mukaan lisäävän markkinavalvojien mahdollisuuksia

valvoa markkinoiden väärinkäyttöä ja siten parantavan markkinaluottamusta ja sijoittajien suojaa. Komission alustavien arvioiden mukaan perustamiskustannukset järjestelmälle rajat ylittävien toimeksiantotietojen toimittamiseksi olisivat kansallisella tasolla noin 300 000—400 000 euroa. Vuosittaisten järjestelmän ylläpitokustannusten arvioidaan olevan noin 150 000—200 000 euroa. Jäsenvaltiot kantaisivat kustannukset.

Ehdotuksen mukaan liikkeeseenlaskijoiden maksamassa sijoitustutkimuksessa sovellettaisiin menettelytapasäännöstöä, jonka laatisi tai hyväksyisi jäsenvaltiossa toimiluvan saanut säännelty markkinan ylläpitäjä tai toimivaltainen viranomainen, Suomessa Finanssivalvonta. Komission ehdotuksessa ei ole kuvattu, millä perusteella menettelytapasäännöstön laativa taho valittaisiin, mutta mikäli Suomessa se olisi Finanssivalvonta, olisi tämä tehtävä Finanssivalvonnalle uusi.

Vaikutukset lainsäädäntöön

Sekä asetusehdotuksen että rahoitusvälineiden markkinat -direktiiviehdotuksen huomioon ottaminen vaatii kansalliseen lainsäädäntöön joitakin, todennäköisesti suurelta osin teknisiä, muutoksia. Muutoksia voidaan joutua tekemään muun muassa arvopaperimarkkinalakiin (746/2012), sijoituspalvelulakiin (747/2012), kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annettuun lakiin (1070/2017) sekä Finanssivalvonnasta annettuun lakiin (878/2008).

Moniääniosakkeita koskevassa direktiiviehdotuksessa tarkoitettu osakkeiden tuottamasta äänivallasta ja sen käytöstä yhtiökokouksessa säädetään osakeyhtiölaissa (624/2006), jäljempänä myös *OYL*. Lain lähtökohtana on, että osake tuottaa yhden äänen kaikissa yhtiökokouksessa käsiteltävissä asioissa. Yhtiöjärjestyksessä voidaan kuitenkin määrätä, että osakkeilla on erisuuruisen äänimäärä (OYL 3:3.1 §). Laissa ei rajoiteta suurinta sallittua äänivaltaeroa osakkeiden välillä. Moniääniosakkeet on osakeyhtiölaissa sallittu niin yksityisille kuin julkisille osakeyhtiöille sekä pörssiyrityksille, eikä niiden käyttöä ole rajoitettu esimerkiksi julkisen kaupankäynnin kohteena olevia yhtiöitä koskevassa rahoitusmarkkinasääntelyssä. Osakeyhtiölain sääntely täyttää siten moniääniosakkeita koskevassa direktiiviehdotuksessa tarkoitetun vähimmäisvaatimuksen sallia tällaisten osakkeiden käyttöönotto yhtiöissä, jotka hakevat osakkeidensa ottamista kaupankäynnin kohteeksi pk-yrityksen kasvumarkkinalla (ehdotuksen 4 artikla). Direktiiviehdotus ei rajoita kyseistä vähimmäisvaatimusta pidemmälle menevää osakeyhtiölain sääntelyä moniääniosakkeiden sallimisesta (ehdotuksen 3 artikla).

Koska moniääniosakkeiden käyttöönotto edellyttää osakeyhtiölain mukaan yhtiöjärjestyksen määräystä, sovelletaan asiaa koskevaan päätöksentekoon yhtiökokouksessa määräenemmistövaatimusta (OYL 5:27 §). Lisäksi moniääniosakkeiden tuottamien äänioikeuksien muuttaminen edellyttää yleisen, kaikista yhtiökokouksessa annetuista äänistä ja edustetuista osakkeista, laskettavan määräenemmistön lisäksi määräenemmistöä kunkin osakelajin kokouksessa edustetuista osakkeista sekä sitä, että saadaan kaikkien sellaisten osakelajien osakkeiden enemmistön suostumus, joiden oikeudet vähenevät (OYL 5:28 §). Edellä mainitut osakeyhtiölain vaatimukset täyttänevät direktiiviehdotuksen 5 artiklan 1 kohdan a alakohdan vaatimukset moniääniosakerakenteiden käyttöönottoa tai niiden muuttamista koskevasta päätöksentekovaatimuksista.

Osakeyhtiölain mukainen määräenemmistö lasketaan annetuista äänistä ja kokouksessa edustetuista osakkeista (OYL 5:27.1 §). Määräenemmistön laskeminen myös kokouksessa edustetuista osakkeista rajoittaa olennaisesti moniäänisten osakkeiden omistajien valtaa yhtiössä, koska pelkällä äänten enemmistöllä ei voida saada päätöksiä hyväksyttyä. Mainittu osakeyhtiölain vaatimus täyttänevät direktiiviehdotuksen 5 artiklan 1 kohdan b alakohdan ii vaihtoehdon mukaisen vaatimuksen moniääniosakkeiden tuottaman äänivallan rajoittamisesta määräenemmistövaatimuksen alaisessa yhtiökokouksen päätöksenteossa.

Edellä esitetyn perusteella moniääniosakkeita koskevan direktiiviehdotuksen toteutuminen ehdotetussa muodossa ei edellyttäisi erillisiä täytäntöönpanotoimia osakeyhtiölain sääntelyn osalta. Tämä arvio vastaa komission direktiiviehdotuksen valmistelun yhteydessä esittämää tavoitetta siitä, että niiden jäsenvaltioiden, joissa moniääniosakkeiden käyttö on jo sallittu direktiiviehdotuksessa tarkoitetuissa tilanteissa, ei ole tarvetta muuttaa sääntelyään.

Jotta esiteasetuksen 21 artiklan 1 kohdan toiseen alakohtaan tarkoitettulla muutoksella tarjouksen voimassaoloajan lyhentämisestä saavutettaisiin käytännössä sillä tavoitellut vaikutukset edellyttäisi se OYL 9 luvun 5 §:n 3 momentissa tarkoitettua kahden viikon merkintäajan lyhentämistä tilanteissa, joissa osake on listattu säännellyllä markkinalla tai pk-yritysten kasvumarkkinalla.

6 Ehdotuksen suhde perustuslakiin sekä perus- ja ihmisoikeuksiin

Valtioneuvosto ei katso ehdotusten olevan ristiriidassa Suomen perustuslain tai Suomea velvoittavien perus- ja ihmisoikeusinstrumenttien kanssa.

7 Ahvenanmaan toimivalta

Asia kuuluu Ahvenanmaan itsehallintolain (1144/1991) 27 §:n perusteella valtakunnan lainsäädäntövaltaan.

8 Ehdotuksen käsittely Euroopan unionin toimielimissä ja muiden jäsenvaltioiden kannat

Lainsäädäntöehdotusten vastuuvaliokunta Euroopan parlamentissa on talous- ja raha-asioiden valiokunta (ECON). Euroopan parlamentti ei ole vielä aloittanut ehdotusten käsittelyä eikä nimennyt esittelijää.

Ehdotusten käsittelyä ei ole vielä aloitettu neuvoston rahoituspalvelutyöryhmässä. Muiden jäsenvaltioiden viralliset kannat eivät siten ole vielä tiedossa. Ensimmäinen neuvoston työryhmäkokous järjestetään 27.1.2023. Moniääniosakkeita koskeva ehdotus käsitellään neuvoston yhtiöoikeustyöryhmässä ja sitä koskevat neuvottelut ovat alkaneet komission ehdotuksen esittelyllä 17.1.2023.

9 Ehdotuksen kansallinen käsittely

Ehdotukset sekä niihin liittyvä luonnos valtioneuvoston kirjelmäksi ovat olleet lausunnolla EU-asiain komitean rahoituspalvelut ja pääomaliikkeet -jaoston (jaosto EU10) ja kilpailukyky-jaoston (jaosto EU8) kirjallisessa menettelyssä 2.1.2023—13.1.2023.

10 Valtioneuvoston kanta

Valtioneuvosto kannattaa toimia, joilla edistetään pienten ja keskisuurten yritysten mahdollisuuksia saada rahoitusta pääomamarkkinoilta sekä toimia, joilla edistetään EU:n pääomamarkkinaunionin syventämistä. Valtioneuvosto kiinnittää kuitenkin yleisellä tasolla huomiota siihen lähtökohtaan, ettei pistemäisillä sääntelyn kevennyksillä välttämättä paranneta merkittävästi listautumishalukkuutta, vaan siihen vaikuttavat myös monet muut, arvopaperimarkkinasääntelyn ulkopuoliset, tekijät. Lisäksi on otettava huomioon, että esimerkiksi esitesääntely on melko tuoreeltaan uudistettu, eikä liian pitkälle meneviä johtopäätöksiä sen toimivuudesta voida siten välttämättä tehdä ottaen erityisesti huomioon viime vuosien talouteen vaikuttaneet tapahtumat.

Valtioneuvosto painottaa, että sääntelyn kevennyksissä tulee huomioida sijoittajansuojan toteutuminen kaikissa tilanteissa. Myöskään yleinen markkinaluottamus ei saisi ehdotusten seurauksena heikentyä.

Valtioneuvosto kannattaa moniääniosakkeita koskevan direktiiviehdotuksen tavoitteita. Ehdotusta koskevissa neuvotteluissa pyritään edelleen selventämään, että direktiiviehdotus voidaan komission ilmaiseman tavoitteen mukaisesti sovittaa muutoksitta tai enintään vähäisin muutoksin yhteen kansallisten moniääniosakkeita ja vähemmistöosakkeenomistajien suojaamista koskevien yhtiöoikeudellisten säännösten kanssa. Valtioneuvosto kiinnittää direktiiviehdotuksen osalta lisäksi huomiota siihen, että moniääniosakkeita koskevien tietojen julkistamista koskevat vaatimukset tulisi asettaa kohtuulliselle tasolle ja että niiden avulla tulisi säilyttää kasvuyritysten listautumismarkkinoiden kansainvälinen kilpailukyky.

Valtioneuvosto pitää perusteltuna esiteasetusta koskevan ehdotuksen mukaista lähestymistapaa yksinkertaistaa esitesääntelyä (mm. esitteen tietojen esitystapa) erityisesti niiltä osin kuin sillä pyritään välttämään tietojen antamisen päällekkäisyyksiä. Valtioneuvosto myös kannattaa esiterajan nostamista 12 miljoonaan euroon arvopapereiden yleisölle tarjoamisen yhteydessä. Lisäksi ehdotetut esitepoikkeukset ja nykyisten poikkeusten laajennukset ovat kannatettavia.

Valtioneuvosto pitää kannatettavana lähtökohtana sitä, että ehdotuksella pyrittäisiin parantamaan vähittäissijoittajien mahdollisuuksia osallistua anteihin. Ehdotusta koskevissa neuvotteluissa on syytä varmistaa, että suomalainen käytäntö, jossa jo listatun yhtiön merkintäoikeusannissa annetaan ja listataan jo listalla olevien osakkeiden kanssa samanlaisiin osakkeisiin oikeuttavia merkintäoikeuksia ja osakkeita edustavia väliaikaisia osakkeita ei pelkästään teknisistä ja tulkinnallisista syistä aiheuttaisi tarpeetonta esitevelvollisuutta, kun jälkimarkkina-annit on yleisesti tarkoitus vapauttaa esitevelvollisuudesta.

Valtioneuvosto katsoo, että mahdollisuus laatia esite tiivistelmää lukuun ottamatta yksinomaan englanniksi on linjassa pääomamarkkinaunionitavoitteen kanssa ja helpottaa suomalaisten yritysten mahdollisuuksia hankkia rahoitusta rajat ylittäen. Valtioneuvosto kuitenkin painottaa, että suomalaisten vähittäissijoittajien suojasta tulee huolehtia, mikä edellyttää muun muassa sijoittajien kannalta keskeisten tietojen saatavuutta kansallisella kielellä.

Valtioneuvosto katsoo, että markkinoiden väärinkäyttöasetukseen tehtävät muutokset ovat ehdotetussa muodossa pääosin pistemäisiä, eikä niillä todennäköisesti saavuteta niillä tavoiteltuja vaikutuksia. Jotta markkinaluottamusta ei vaaranneta, ja jotta vältettäisiin uusien tulkintaepäselvyyksien syntymistä, valtioneuvoston näkemyksen mukaan markkinoiden väärinkäyttöasetukseen tehtäviä muutoksia on tarve arvioida ja kehittää niitä kokonaisuuden toimivuuden kannalta.

Valtioneuvoston pitää markkinoiden väärinkäyttöasetuksen mukaisen sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuuden soveltamisalan täsmentämistä lähtökohtaisesti kannatettavana, sillä se parantaa liikkeeseenlaskijan mahdollisuuksia arvioida tiedottamisen oikea-aikaisuutta, millä on myös sijoittajien kannalta myönteisiä vaikutuksia sijoituspäätösten perustuessa luotettavaan ja oikea-aikaiseen tietoon. Valtioneuvosto kiinnittää kuitenkin huomiota siihen, että julkistamisvelvollisuuden kohteena olevien tietojen sisäpiiritiedon määrittelyssä on oltava varovaisia, sillä määritelmän on tarkoitettu lähtökohtaisesti soveltuvan hyvin monen tyyppisiin tilanteisiin, joita ei kaikkia voida ennakolta tyhjentävästi määritellä. Valtioneuvosto katsoo, että muutoksilla tulisi pyrkiä sisäpiiritiedon julkistamishetken selkeämpään määrittelyyn. Asetusten muutosehdotuksen mukainen lähtökohta, jonka mukaan jatkuvan tiedonantovelvollisuuden kohteena olevan sisäpiiritiedon määrittelyssä käytettäisiin lainsäädäntöinstrumenttina komission delegoitua säädöstä, jossa esitettäisiin ei-tyhjentävästi jatkuvan tiedonantovelvollisuuden kannalta olennaiset tiedot ja niiden julkistamisen ohjeellinen ajankohta, voi toimia yhtenä välineenä tähän.

Valtioneuvosto kiinnittää lisäksi huomiota siihen, että vaikka ehdotuksella ei ole tarkoitus muuttaa markkinoiden väärinkäyttöasetuksen mukaista sisäpiiritiedon määritelmää, voi ehdotetuilla muutoksilla tiedonantovelvollisuuksiin olla vähintään välillisiä vaikutuksia määritelmään. Valtioneuvosto painottaa, että sisäpiiritiedon määritelmän ja jatkuvan tiedonantovelvollisuuden keskinäisyhteyksien on oltava muutosten jälkeen selkeitä ja mahdollisimman yksiselitteisiä, koska tällä hetkellä sisäpiiritiedon määritelmää sovelletaan yhtä lailla sekä väärinkäytösäänösten että jatkuvan tiedonantovelvollisuuden yhteydessä.

Valtioneuvoston kiinnittää huomiota siihen, että muutos velvollisuuteen laatia ja ylläpitää liikkeeseenlaskijassa hankekohtaista sisäpiiriluetteloa on merkittävä ja sen vaikutuksia on arvioitava huolellisesti. Valtioneuvosto suhtautuu tähän ehdotuksen kohtaan varauksellisesti.

Valtioneuvosto katsoo, että markkinoiden väärinkäyttöasetuksen mukaisen seuraamusjärjestelmän keventäminen ei ole arvopaperimarkkinoiden kokonaistehokkaan toiminnan kannalta lähtökohtaisesti kestävä ratkaisu listautumismarkkinoiden parantamiseksi. Tehokas sanktiojärjestelmä takaa markkinaluottamuksen ja sijoittajansuojan toteutumisen sekä estää moraalikadon riskiä markkinoilla. Kun säännöksiä pyritään ehdotuksilla selkeyttämään ja keventämään, ei pk-yritys-liikkeeseenlaskijoihin tulisi myöskään kohdistua jatkossa enää sellaista sääntelyn noudattamisesta seuraavaa hallinnollista taakkaa, jolla komission arvioissa seuraamusjärjestelmän keventämistä perustellaan.

Valtioneuvosto kannattaa markkinapaikoilta saatavien toimeksiantotietojen toimittamista valvontaviranomaisten välillä rajat ylittävästi, sillä se on omiaan helpottamaan kansallisten viranomaisten toteuttamaa väärinkäytösten valvontaa.

Valtioneuvosto kannattaa alustavasti toimia, joilla lisätään pieniin ja keskiuuriin yrityksiin kohdistuvaa sijoitustutkimusta. Valtioneuvosto suhtautuu lähtökohtaisesti myönteisesti ehdotukseen kannustinkiellon alarajan nostamista sellaisiin yrityksiin kohdistuvaan sijoitustutkimukseen, joiden markkina-arvo on korkeintaan kymmenen miljardia euroa, mutta kiinnittää kuitenkin huomiota siihen, ettei aiemmalla CMRP-lainsäädäntöpakettiin sisältyneellä poikkeuksella kannustinkiellosta saavutettu tavoiteltu vaikutuksia, koska sijoitustutkimusta tarjoavat arvopaperinvälittäjät eivät ole juuri hyödyntäneet poikkeusta kahden erilaisen hinnoittelumallin ylläpitämisen ongelmallisuudenvuoksi.

Valtioneuvosto kannattaa lähtökohtaisesti liikkeeseenlaskijoiden maksamaa sijoitustutkimusta tarkentavia säännöksiä ja pitää tärkeänä, että eturistiriitojen hallintaan kiinnitetään huomiota. Valtioneuvosto katsoo, että on syytä arvioida, onko ehdotettu tapa laatia menettelytapasäännöstö liikkeeseenlaskijoiden maksamalle sijoitustutkimukselle tarkoituksenmukainen sääntelyn yhdenmukaisuuden, vaikuttavuuden ja sijoittajansuojan valvonnan toteutumisen kannalta. Valtioneuvosto katsoo, että on syytä arvioida, tulisiko esimerkiksi ESMA:n laatia menettelytapasäännöstö säännellyn markkinan ylläpitäjien tai kansallisten toimivaltaisten viranomaisten sijaan, jotta samanlaiset menettelytapasäännöstöt olisivat käytössä kaikissa jäsenvaltioissa.

Valtioneuvosto kannattaa listalleottodirektiivin kumoamista ja tarkoituksenmukaisten säännösten siirtämistä rahoitusvälineiden markkinat -direktiiviin sekä katsoo, että ehdotetuilla toimilla selkeytetään ja helpotetaan yritysten listautumisedellytyksiä. Yleisöllä olevien osakkeiden vähimmäismäärän tasossa on kuitenkin otettava huomioon listautumisvaikutusten ohella vaikutukset sijoittajille ja markkinoihin.

Ehdotukset sisältävät delegoitua säädösvaltaa komissiolle. Valtioneuvosto pitää tärkeänä, että neuvotteluissa varmistetaan komissiolle keskitettävien suorien toimivaltuuksien täsmällisyys, tarkkarajaisuus ja tarkoituksenmukaisuus.