Eduskunnan talousvaliokunta
TaV@eduskunta

Viite: U 106/2022 vp

VALTIONEUVOSTON KIRJELMÄ EDUSKUNNALLE KOMISSION EHDOTUKSESTA PÄÄOMAMARKKINOIDEN HOUKUTTELEVUUDEN LISÄÄMISEKSI YRITYKSILLE EU:SSA SEKÄ PIENTEN JA KESKISUURTEN YRITYSTEN LISTAUTUMISTEN HELPOTTAMISEKSI (Listing Act –ehdotus)

Eduskunnan talousvaliokunta on 7.2.2023 pyytänyt Nasdaq Helsinki Oy:n (jäljempänä "Pörssi") lausuntoa otsikossa mainitusta valtioneuvoston kirjelmästä (jäljempänä "U-kirjelmä").

Pörssi kiittää mahdollisuudesta lausua asiassa ja esittää lausuntonaan kunnioittavasti seuraavan.

Pörssin rooli Suomen arvopaperimarkkinoilla

Pörssi ylläpitää Suomessa säänneltyä markkinaa (Pörssilista) ja monenkeskistä kaupankäyntijärjestelmää (Nasdaq First North). Finanssivalvonta on rekisteröinyt pörssin ylläpitämän Nasdaq First North Growth Market Finland -markkinapaikan pk-yritysten kasvumarkkinaksi Suomessa. Markkinapaikkojen ylläpitämisen lisäksi Pörssi toimii Suomessa valtiovarainministeriön nimeämänä tiedotevarastona liikkeeseenlaskijoille, joiden rahoitusvälineet on otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle. Pörssin ylläpitämillä markkinapaikoilla on tällä hetkellä yhteensä 188 listayhtiötä ja 61 osakekaupankäynnin osapuolena toimivaa arvopaperinvälittäjää.

Listing Act –ehdotuksen yleinen tavoite ja valtioneuvoston kanta

Listing Act -ehdotuksella pyritään parantamaan EU:n yritysten listautumisedellytyksiä sekä vähentämään sääntelyn noudattamisesta seuraavaa hallinnollista taakkaa yrityksissä listautumisen jälkeen. Valtioneuvoston U-kirjelmässä kannatetaan toimia, joilla edistetään pienten

ja keskisuurten yritysten mahdollisuuksia saada rahoitusta pääomamarkkinoilta.

Pörssi katsoo, että Listing Act -ehdotuksen tavoite ja U-kirjelmässä esitetyt valtioneuvoston kannat ovat yleisesti ottaen kannatettavia. Vaikka monet ehdotetut säännösmuutokset ovat pienehköjä ja yksittäisiä, ne ovat oikeansuuntaisia markkinoiden kannalta. Jotta mainitut tavoitteet voidaan saavuttaa, on asian jatkovalmistelussa, komission delegoidut asetukset mukaan luettuna, kiinnitettävä huomiota sääntelyn selkeyteen ja sääntelyn soveltamissääntöjen yhtenäisyyteen EU-tasolla. Sisäpiiriluettelon pitämiseen liittyvä ehdotus on Pörssin mielestä epäonnistunut, ja siihen onkin jatkovalmistelussa suhtauduttava kriittisesti.

Moniääniosakkeiden käyttö

Valtioneuvoston tavoin myös Pörssi kannattaa moniääniosakkeisiin liittyviä tavoitteita. Ottaen kuitenkin huomioon, että Suomen osakeyhtiölaki sisältää toimivat säännökset tällaisen osakelajin käyttämiselle, tulee asian jatkovalmistelussa, valtioneuvoston kannan mukaisesti, pyrkiä siihen, että nykyistä sääntelyä voidaan noudattaa kaikissa osakeyhtiöissä myös jatkossa ja ilman säännösmuutoksia.

Esitesääntely

Pörssi kannattaa esiteasetukseen liittyviä ehdotuksia ja valtioneuvoston kantaa. Esiterajan nostaminen voi osaltaan alentaa listauskynnystä esitteen laatimiseen liittyvän hallinnollisen taakan ja kustannusten vähentymisen muodossa ja näin tuoda uusia sijoituskohteita yleisesti sijoittajille sekä kasvumahdollisuuksia yhtiöille. U-kirjelmässä esitetyn mukaisesti esitevapautustilanteiden jatkovalmistelussa olisi Pörssin mielestä pyrittävä siihen, että jo listattujen yhtiöiden jälkimarkkina-annit voidaan järjestää ilman sijoittajien ja markkinoiden kannalta tarpeetonta esitevelvollisuutta. Listattua yhtiötä koskee jo lain mukaan sekä säännöllinen taloudellisten tietojen ja ns. jatkuva tiedonantovelvollisuus, minkä lisäksi Pörssin säännöt edellyttävät sitä, että listayhtiö antaa riittävät ja selkeät tiedot osakepääoman muuttamiseen liittyvistä ehdotuksista ja päätöksistä sekä osakeannissa annettavista osakkeista. Tämä voisi lisätä myös yksityissijoittajien mahdollisuuksia sijoittamiseen, kun anteja suunnattaisiin laajemmin myös muille kuin instituutiosijoittajille.

Listalleottodirektiiviä koskevat ehdotukset

Direktiivin kumoaminen

U-kirjelmässä kannatetaan Listing Act -ehdotuksen mukaisesti, että voimassa oleva Listalleottodirektiivi kumottaisiin ja siinä olevat tarkoituksenmukaiset säännökset siirrettäisiin rahoitusvälineiden markkinat -direktiiviin. Ottaen huomioon, että nykyiset Listalleottodirektiivin listalleottovaatimuksia koskevat kohdat on implementoitu varsin eri tavoin eri EU-maissa, pörssi pitää tätä valtioneuvoston kantaa perusteltuna.

Ehdotuksella voidaan edistää yhteisten eurooppalaisten listalleottamista koskevien vähimmäisvaatimusten käytäntöä.

Pörssilistaa koskeva säännös

Voimassa oleva listalleottodirektiivi sisältää sääntelyn Pörssilistan (Official list) pitämisestä ja siihen liittyvistä erityisistä vaatimuksista. Suomessa Pörssilista on käytännössä normaali listaustapa, kun on kyse säännellystä markkinasta ja arvopaperien kaupankäynnistä Pörssissä. Pörssilistan asema perustuu direktiivin implementointilakiin (Laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä) ja tarkemmat säännökset direktiivistä johtuvista erityisvaatimuksista on annettu valtiovarainministeriön asetuksella (Valtiovarainministeriön asetus arvopaperin ottamisesta pörssilistalle, 833/2021).

Listing Act -ehdotuksessa selostetaan jossain määrin Pörssilistaan liittyviä sovelluskäytäntöjä EU:ssa. Pörssilista on implementoitu EU:ssa eri tavoin, esimerkiksi siten, että yhtiön arvopaperi "listataan" Pörssilistalle ilman kaupankäynnin kohteeksi ottamista, jolloin esiteasetuksen ja MAR-asetuksen säännöksiä ei sovelleta. Pörssilista-säännöksen tarpeellisuudesta sääntelyn osana on eriäviä mielipiteitä eri maiden markkinapaikkojen välillä. Direktiivi on implementointi Suomessa siten, että Pörssilistalle ottamiseen liittyy aina myös kaupankäyntimahdollisuus. Listing Act –ehdotuksen säännösehdotukseen ei ole otettu säännöstä Pörssilistan säilyttämisestä säännellyn markkinan listausrakenteessa (Rahoitusvälineiden markkinat direktiivi artikla 51a).

U-kirjelmässä ei erikseen oteta tarkemmin kantaa siihen, tulisiko Pörssilista jättää pois sääntelystä tai tulisiko sen sisältyä U-kirjelmässä tarkoitettuihin tarkoituksenmukaisiin säännöksiin, jotka siirrettäisiin rahoitusvälineiden markkinat –direktiiviin ja tätä kautta kansalliseen lainsäädäntöön.

Pörssilistan säilyttäminen tai siitä luopuminen osana säänneltyä markkinaa edellyttää Pörssin käsityksen mukaan jatkossa Listing Act –ehdotuksen sisältämää analyysiä laajemman selvityksen tekemistä, mukaan luettuna hyöty/haitta-vertailua myös Suomen joukkovelkakirjamarkkinalla. Mikäli Pörssilista päätetään säilyttää EU-sääntelyssä, se tulee toteuttaa ja käytännössä implementoida markkinapaikkojen kannalta yhtenäisellä ja kilpailunäkökohtien kannalta tasapuolisella tavalla. Nykyistä Listalleottodirektiiviä ei ole implementoitu harmonisoidusti direktiivin tavoitteen mukaisesti.

Yleisön hallussa olevat osakkeet (free float)

Listing Act –ehdotuksen perusteella kumottavassa Listalleottodirektiivissä oleva ja nykyisin valtiovarainministeriön asetuksella Suomessa implementoitu free float -listausvaatimus siirtyisi rahoitusvälineiden markkinat -direktiiviin. Samalla tätä yleisön hallussa olevia osakkeita koskevaa minimivaatimusta ehdotetaan muutettavaksi nykyisestä sekä

prosentuaalisen määrän että vaatimuksen soveltamisajan osalta (ko. ehdotuksen artikla 51a.4).

Yleisön hallussa oleva osakemäärä liittyy osakkeen likviditeettiin ja sen muodostumiseen. Arvopaperiin kohdistuva riittävä kysyntä ja tarjonta, likviditeetti, on perusedellytys sille, että yhtiön osakkeen hinnanmuodostus on luotettavaa ja että yhtiön osake voidaan ottaa julkisen kaupankäynnin kohteeksi. Likviditeetti turvaa osaltaan sijoittajien asemaa markkinoilla. Sijoittaja voi ostaa ja myydä osakkeen mahdollisimman oikeaan hintaan, minkä lisäksi osakkeen likvidiys tukee liikkeeseenlaskijan mahdollisuuksia hakea markkinoilta lisärahoitusta toimintaansa ja sen kasvattamiseen.

Sääntelyssä osakkeen likvideettiä on pyritty turvaamaan, muiden seikkojen ohella, asettamalla free floatille prosentuaalisia määrävaatimuksia suhteessa yhtiön kaikkien osakkeiden määrään. Listing Act –ehdotuksen mukaan minimivaatimuksen määrä muuttuisi 25 prosentista 10 prosenttiin.

Free float ei kuitenkaan ole ainoa seikka arvioitaessa likviditeettiä. Se ei esimerkiksi erityisen hyvin yksin peilaa kaupankäynnin laatua ja sitä, kuinka hyvin tietyn osakkeen hinnanmuodostus toimii. Muita tärkeitä ja olennaisia likviditeettiin vaikuttavia tekijöitä ovat esimerkiksi yhtiön koko, osakkeiden sekä osakkeenomistajien määrä ja yleisöllä olevien osakkeiden arvo. Pörssin selvitysten mukaan erityisesti yhtiön markkina-arvo on likviditeetin kannalta selvästi merkityksellisempi kuin free floatin prosentuaalinen määrä. Likviditeettiin vaikuttaa myös mahdollinen pörssivälittäjän antama markkinatakaus.

Edellä mainitun perusteella voidaankin todeta, ettei free float vaatimuksen merkitystä listausedellytyksenä tule yliarvioida. Tämän vuoksi myöskään tiukka free float vaatimuksen raja ei ole tarkoituksenmukainen, erityisesti listausta suunnittelevan uuden yhtiön kannalta katsottuna. Pahimmillaan tiukka raja johtaa yksittäisen yhtiön listaussuunnitelman hylkäämiseen, minkä lisäksi se rajoittaa perusteetta markkinapaikan mahdollisuuksia luoda erilaisia markkinasegmenttejä kehityksensä eri vaiheissa oleville listauskelpoisille yhtiöille. Nykyinenkin sääntely sisältää menettelyn, jolla free float rajasta voidaan poiketa.

Pörssi katsoo, että free floatin sopiva minimitaso voisi olla Listing Act –ehdotuksen mukainen 10 prosenttia. Pidämme lisäksi tärkeänä, että kyseisen rajan kirjaaminen sääntelyyn sisältää Listing Act -ehdotuksessa esitettyä joustavuutta ja että sitä sovellettaisiin yhtiön listalleottovaiheessa.

Markkinoiden väärinkäyttöasetusta (MAR) koskevat ehdotukset

Lykkäysilmoituksen tekeminen Finanssivalvonnalle

Listing Act –ehdotuksessa esitetään muutosta nykyiseen MAR-asetuksen mukaiseen käytäntöön, jonka mukaan listayhtiö ilmoittaa Finanssivalvonnalle sisäpiiritiedon lykkäämisestä vasta siinä vaiheessa, kun lykätty tieto julkistetaan. Ehdotetun muutoksen mukaisesti

sisäpiirihankkeen alkaessa tehtävä lykkäysilmoitus on omiaan lisäämään listayhtiöiden hallinnollista taakka. Tältä osin ehdotus ei Pörssin mielestä ole Listing Act –ehdotuksen yleisen tavoitteen mukainen, varsinkaan niissä tilanteissa, joissa jokin sisäpiirihanke ei sittemmin toteudu ja aiemmin tehty ilmoitus osoittautuu turhaksi.

Sisäpiiriluettelon pitäminen

Listing Act -ehdotuksen mukaan markkinoiden väärinkäyttöasetuksen säännöstä sisäpiiriluetteloista muutettaisiin merkittävällä tavalla. Nykyisen hankekohtaisen sisäpiiriluettelon sijaan listayhtiöissä tulisi aluksi käyttöön vain pysyvä sisäpiiriluettelo, mitä on pidettävä ongelmallisena. Käytännössä voi olla tilanteita, jossa kaikki pysyvään sisäpiiriin kuuluvat henkilöt eivät saa sisäpiiritietoa samaan aikaan, eikä sisäpiiriluettelosta ilmenisi ajankohtaa, jolloin pysyvään sisäpiiriluetteloon merkitty henkilö taikka mahdollinen muu henkilö yhtiössä on saanut tiettyä hanketta tai tietoa koskevan sisäpiiritiedon. Tällöin pelkän pysyvän sisäpiiriluettelon käyttö voi johtaa epäselviin tilanteisiin ko. henkilöiden mahdollisesti yhtiön arvopapereilla tekemien tai suunnittelemien kauppojen osalta. Tätä on pidettävä ongelmallisena ko. henkilöiden oikeusturvan kannalta. Pysyvän sisäpiiriluettelon käyttäminen voi vaikuttaa myös viranomaisten tekemään sisäpiiritiedon väärinkäytön selvittämiseen ja johtaa käytännössä aiheettomiin tutkimuksiin. Lisäksi yhtiö joutuisi käytännössä edelleen pitämään hankeluettelon kaltaista rekisteriä muista kuin pysyvään sisäpiirirekisteriin kuuluvista henkilöistä, joilla on sisäpiiritietoa johonkin tiettyyn hankkeeseen liittyen, koska useimmiten tieto on muillakin yhtiössä kuin pelkästään pysyvään sisäpiiriin kuuluvilla.

Valtioneuvoston kanta asiaan on varauksellinen. Pörssi on samaa mieltä ja katsoo, ettei muutosehdotus ole tältä osin toteutuskelpoinen, ainakaan sellaisenaan.

Helsingissä 14. helmikuuta 2023

NASDAQ HELSINKI OY



Henrik Husman
toimitusjohtaja