PÖRSSISÄÄTIÖ
BÖRSSTIFTELSEN

Suomen Pörssisäätiö
sari.lounasmeri@porssisaatio.fi
050 372 5925

jesse.collin@porssisaatio.fi
040 569 1518

Eduskunnan talousvaliokunta
tav@eduskunta.fi

14.2.2023

Asia: U 106/2023 vp Valtioneuvoston kirjelmä eduskunnalle komission ehdotuksesta pääomamarkkinoiden houkuttelevuuden lisäämiseksi yrityksille EU:ssa sekä pienten ja keskisuurten yritysten listautumisten helpottamiseksi (Listing Act)

Pörssisäätiön lausunto eduskunnan talousvaliokunnalle *EU Listing Act* -lainsäädäntöpaketista

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).

Pörssisäätiön lausunto

Pörssisäätiö kiittää lausuntopyynnöstä. Pörssisäätiö edistää arvopaperisäästämistä ja arvopaperimarkkinoita.

PÖRSSISÄÄTIÖ
BÖRSSTIFTELSEN

Pörssisäätiö pitää tervetulleena lainsäädäntöaloitteita, joilla pyritään madaltamaan yhtäältä listautumiskynnystä ja toisaalta helpottamaan pörssi- ja First North -yhtiöiden pääoman keräämistä ja listoilla olemisen kustannuksia. Pörssisäätiö kuitenkin painottaa, ettei sijoittajansuojan tasosta tule tinkiä.

Pörssisäätiön näkemyksen mukaan esitesääntelyyn ehdotetut muutokset ovat pääasiassa kannatettavia ja todennäköisesti tulevat vaikuttamaan toivotulla tavalla, vaikkakin lainsäädäntö on vain yksi listautumishalukkuuteen vaikuttava tekijä. Listautumishalukkuuteen vaikuttaa merkittävästi kulttuuriset ja toimintaympäristöön liittyvät kysymykset, kuten riittävä ja kilpailukykyisesti hinnoiteltu tarjonta listautumiseen tarvittavista neuvonantajista. Lisäksi verotuksella on merkittävä vaikutus listautumishalukkuuteen. **Esimerkiksi Suomessa yritysten osinkoja verotetaan eri tavoin riippuen siitä, onko yhtiö listattu vai ei – tämä muodostaa Suomessa merkittävän negatiivisen kannustiminen listautumisiin liittyen.**

Markkinoiden väärinkäyttöasetukseen ehdotetut muutokset ovat sen sijaan pääasiassa varsin pistemäisiä ja niiden osalta on pääasiassa vaikea hahmottaa haettuja hyötyjä. Markkinoiden väärinkäyttöä ja seuraamusjärjestelmää koskevalla sääntelyllä on merkittävä rooli arvopaperimarkkinoiden nauttiman luottamuksen ylläpidossa. **Monet ehdotetuista muutoksista ovat sellaisia, että ne ovat omiaan tuottamaan varsin pienen hallinnollisen taakan vähentymisen, mutta ovat kuitenkin omiaan heikentämään luottamusta markkinoihin. Tällaisia lainsäädännöllisiä muutoksia tulisi välttää**.

Esite rajojen nostaminen, laatimisvelvollisuuden kevennykset ja jatkoesite
Pörssisäätiön näkemyksen mukaan esiterajojen nostamista, esitteen laatimisvelvollisuuden kevennyksiä ja jatkoesitettä koskevia ehdotuksia on pidettävä erittäin positiivisina. Yhtiöiltä, jotka ovat olleet julkisen kaupankäynninkohteena vähintään 18 kuukautta ei tarvita arvopaperien liikkeeseen laskun yhteydessä tietoa samassa mittakaavassa kuin uudelta listautuvalta yhtiöltä. Sijoittajilla ja muilla markkinatoimijoilla on saatavilla riittävästi tietoa yhtiöstä jatkuvan ja säännöllisen tiedonantovelvollisuuden lisäksi ja yhtiö on raportoinut vähintään yhden tilikauden listayhtiönä. Näin ollen kevennykset eivät ole omiaan vaarantamaan sijoittajansuojaa, mutta helpottavat pääomien keräämistä markkinoilta.

Nykyinen esitesääntely yhdessä osakeyhtiölain löyhien säännösten, sekä moitekanteiden vähäisen määrän takia muodostavat negatiivisen kannustimen merkintäoikeusantien käyttämiselle. Monesti listayhtiöt päätyvät keräämään uutta pääomaa markkinoilta suunnatuilla osakeanneilla kaikille osakkeenomistajille suunnattujen merkintäoikeusantien sijaan, koska suunnatun annin toteuttaminen on nopeampaa ja edullisempaa. Edellä mainituilla muutoksilla merkintäoikeusantien toteuttaminen helpottunee, mikä tukee yhdenvertaista mahdollisuutta osallistua osakeanteihin.

Tätä problematiikkaa helpottaa myös ehdotettu esiteasetuksen 21 artiklan 1 kohdan toisen alakohdan mukaisen ajan lyhentäminen kuudesta työpäivästä kolmeen työpäivään. Tämä mahdollistaisi merkintäoikeusanneissakin nopeutetun tarjouskirjamenettelyn käyttämisen. Tämä kuitenkin edellyttäisi käytännössä myös OYL 9:5.3:n mukaisen merkintäoikeusantien 2 viikon vähimmäismerkintäajan lyhentämistä. Kansallisessa jatkovalmistelussa pörssi- ja FN-yhtiöille voitaisiin sallia lyhyempi merkintäaika, jos merkintäoikeusannista on tiedotettu asianmukaisesti aiemmin.

Pörssisäätiö pitää kannatettavana edellä mainittuja muutoksia, jotka tulevat mahdollisesti helpottamaan pääomien keräämistä merkintäoikeusanneilla, jolloin myös yksityissijoittajien osallistuminen pääomamarkkinoille paranee.

PÖRSSISÄÄTIÖ
BÖRSSTIFTELSEN

Esitteen rakenne ja pituus

Esitteen rakennetta ja sivumäärärajausta koskevia ehdotuksia on pidettävä myös positiivisina, vaikkakin on kiinnitettävä huomiota itse esitteen luettavuuteen. Pelkällä esitteen pituuden rajaamisella ei ole positiivista vaikutusta, jos itse teksti on vaikeasti ymmärrettävää. Esitteiden tulee olla informatiivisia ja ymmärrettäviä.

Esitteen kielivaatimukset

Varauksellisen positiivisena ehdotuksena on pidettävä myös kielivaatimusten keventämistä. Sinänsä olisi suotavaa, että Suomessa esitteitä laadittaisiin myös suomeksi, mutta toisaalta monet esitteet laaditaan suomeksi ja englanniksi. Käännöksen tarkistaminen ja kahden kieliversion työstäminen on aikaintensiivistä ja aiheuttaa merkittävää työmäärää etenkin juristikonsulteille.

Tärkeää on kuitenkin, että tiivistelmä laaditaan suomeksi ja se sisältää olennaisimmat tiedot sijoituspäätöksen tueksi. Esitteen suomenkielisen tiivistelmän tulee olla informatiivinen ja laadukas, jotta yksityissijoittajat voivat tehdä sijoituspäätöksensä tiivistelmän turvin.

Esitteessä huomioitavat kestävyystiedot

Asetuksen 13 artiklan 1 kohdan toiseen alakohtaan ehdotetaan lisättäväksi uudet f ja g kohdat, joissa säädettäisiin, että komission on esiteluetteloita laatiessaan otettava huomioon yritysten velvollisuus kestävyysraportointiin (f kohta) sekä markkinoidaanko ei-osakesidonnaisia arvopapereita huomioiden ympäristölliset, sosiaaliset ja hallinnolliset (Environmental, Social and Governance, ESG) tekijät (g kohta).

Pörssisäätiö pitää ehdotettua muutosta positiivisena ja korostaa sitä, että esitteessä annettavien kestävyystietojen on oltava linjassa kestävyysraportointia koskevan direktiivin vaatimusten kanssa. Kestävyysinformaatio on yhä tärkeämpää sijoittajille ja tulevaisuudessa todennäköisesti yhtä merkityksellistä taloudellisen informaation kanssa.

Esiteasetuksen muutosehdotus koskien luottolaitosten jatkuvasti tai toistuvasti liikkeeseen laskemia ei-osakesidonnaisia arvopapereita

Eurooppalaisten rahoitusmarkkinoiden ja yritysten elvyttämiseksi annetun lainsäädäntöpaketin (*Capital Market Recovery Package, CMRP*) yhteydessä annetut ja väliaikaisiksi tarkoitetut säännökset esiteasetuksen 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.

Pörssisäätiö suhtautuu ehdotukseen kriittisesti ja nostaa esille Suomen aiemman kielteisen kannan kysymykseen liittyen. Suomi suhtautui varauksellisesti luottolaitoksen jatkuvasti tai toistuvasti liikkeeseen laskemien ei-osakesidonnaisten arvopaperien esitteen laatimisvelvollisuuden raja-arvon korottamiseen, koska ehdotuksen ensisijaisena tarkoituksena on yritysten oman pääoman ehtoisen rahoituksen keräämisen helpottaminen. Tuolloin katsottiin, että vaikka ehdotus ei ole tästä näkökulmasta tarkoituksenmukainen siltä osin, kun se voi mahdollisesti johtaa esiteasetuksen muutosehdotusten tarkoituksesta poikkeavasti pankkirahoituksen kasvuun, muutosehdotus on poikkeuksellinen tilanne huomioon ottaen hyväksyttävä, kunhan

se on riittävän tarkkarajainen ja ajallisesti rajattu.[1] Pörssisäätiön näkemyksen mukaan tätä kantaa ei ole syytä muuttaa, koska muutosehdotus ei ole omiaan edistämään pääomamarkkinaunionin tavoitteita.

Sisäpiiriluettelot

Markkinoiden väärinkäyttöasetuksen 18 artiklaa ehdotetaan muutettavaksi 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 sisäpiiriluetteloa 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 sisäpiiriluetteloa, joka kattaa kaikki henkilöt, joilla on pääsy sisäpiiritietoon edellyttäen, että liikkeeseenlaskijan arvopaperit ovat olleet kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla vähintään viisi vuotta.

Muutosehdotusta on pidettävä erittäin ongelmallisena. Sisäpiiriluettelot ovat yhtäältä ensiarvoisen tärkeitä markkinoiden valvojalle kuin liikkeeseenlaskijan palveluksessa työskentelevien oikeusturvalle. Hankekohtaisten sisäpiiriluetteloiden avulla on helppo varmentaa sisäpiirihankkeen perustamisajankohta ja hankkeesta tietävät henkilöt.

Jos yritysten ei ole pakko laatia hankekohtaisia sisäpiiriluetteloita, voi muodostua epäselvyyttä liikkeeseenlaskijan henkilöstölle sen osalta, onko heillä tiedossa sisäpiiritietoa. Tavanomaisesti, kun henkilö lisätään hankekohtaiseen sisäpiiriluetteloon, hän saa samalla tiedon sisäpiiritiedosta kuin myös sitä koskevasta ilmaisu- ja hyötymiskielloista. Ilman hankekohtaista sisäpiiriluetteloa tämä saattaa hämärtyä ja henkilö saattaa epähuomioissa päätyä rikkomaan sisäpiiritiedon ilmaisu- tai hyötymiskieltoa, mikä voi johtaa rikosoikeudellisiin seuraamuksiin.

Hankekohtaisten sisäpiiriluetteloiden ylläpitäminen on myös hallinnollisesti edullista ja yksinkertaista. Muutoksella ei tosiasiassa vähennetä juuri lainkaan liikkeeseenlaskijoiden kustannuksia. Jos tähän halutaan tehdä kevennyksiä, huomattavasti toimivampi sääntelyratkaisu olisi keventää henkilöistä hankekohtaiseen sisäpiiriluetteloon kerättäviä tietoja.

Johtohenkilöiden liiketoimien ilmoittaminen

Johtohenkilöiden liiketoimien ilmoittamista koskevan markkinoiden väärinkäyttöasetuksen 19 artiklan mukaista liiketoimien ilmoittamiskynnystä ehdotetaan nostettavaksi 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.

[1] U 45/2020 vp s. 13.

PÖRSSISÄÄTIÖ
BÖRSSTIFTELSEN

Muutosehdotukseen tulisi suhtautua kielteisesti. Johtohenkilöiden liiketoimet antavat markkinoille olennaisia signaaleja ja informaatiota yhtiön ulkopuolisten sijoittajien sijoituspäätösten tekemisen tueksi. Pörssisäätiö huomauttaa myös, että kevennys ei merkittävästi vähentäisi johtohenkilöiden ja yhtiön hallinnollista taakkaa. Raja-arvon ylittymisen jälkeen kyseisenä vuotena käytävät kaupat ovat joka tapauksessa raportoitava, sillä tyypillisesti vuoden näiden henkilöiden tekemät kaupat vuoden aikana ovat riittävän suuria ylittämään myös ehdotetun uuden raja-arvon.

Monissa tapauksissa muutos tarkoittaisi vain raportointivelvollisuuden lykkääntymistä. Sijoittajien kannalta tämä on kuitenkin olennainen heikennys, koska historiallinen raportointi ei tarjoa enää yhtä relevanttia tietoa.

Annamme mielellämme lisätietoa lausunnostamme.

Sari Lounasmeri
toimitusjohtaja

Jesse Collin
lakijohtaja