Pääomasijoittajat

4.9.2024

Eduskunnan talousvaliokunnalle

E 44/2024 vp Valtioneuvoston selvitys: Pääomamarkkinaunionin tulevaisuus

Eduskunnan talousvaliokunta on pyytänyt Pääomasijoittajat ry:ltä asiantuntijalausuntoa Pääomamarkkinaunionin (*Capital Markets Union, CMU)* tulevaisuudesta.

> *Lausuttavana olevassa asiakirjassa Suomi tukee vahvasti Euroopan pääomamarkkinaunionin kehittämistä, painottaen pääomamarkkinoiden syventämistä ja laajentamista yritysten rahoituksen saatavuuden parantamiseksi, kestävän talouskasvun tukemiseksi ja rahoitusmarkkinoiden kriisinkestävyyden vahvistamiseksi.*
>
> *Suomi korostaa pääoman vapaan liikkuvuuden, terveen kilpailun ja riskien läpinäkyvyyden merkitystä, mutta myös riskien tehokasta hinnoittelua ja sijoittajien tasapuolista kohtelua.*
>
> *Suomi kannattaa sääntelyn keventämistä, kuitenkin varoen lisäämästä rahoitusjärjestelmän riskejä. Lisäksi Suomi pitää tärkeänä erityisesti korkean teknologian kasvuyritysten rahoituksen parantamista ja suhtautuu avoimesti maksukyvyttömyyslainsäädännön harmonisointiin sekä eurooppalaisten sijoitustuotteiden kehittämiseen.*
>
> *Suomi on kuitenkin kriittinen julkisen sektorin tukivälineiden käyttöön arvopaperistamisessa, korostaen markkinaehtoista riskienjakoa.*

Pääomasijoittajat ry kiittää mahdollisuudesta lausua asiassa ja lausuu asiassa seuraavaa:

Yleistä pääomamarkkinaunionista

Pääomasijoittajat ry:n keskeiset viestit ovat:

- Pääomasijoittajat ry kannattaa CMU:n edistämistä;
- Rajat ylittävä rahastojen markkinointi haastavaa ja kallista eri maiden notifikaatioprosessien vuoksi;
- Merkittävä osa CMU:n haasteista liittyy verotukseen (esim. ELTIF-rahastoja koskeva kansallinen verosääntely, joka ei mahdollista suljettua erikoissijoitusrahastoa ei-ammattimaisille asiakkaille);
- Valvontakäytäntöjen tulisi olla yhdenmukaisia EU:ssa, mutta kansallisella valvojalla keskeinen rooli markkinan tuntemisen vuoksi;
- Kansallinen sääntely ja viranomaistulkinnat aiheuttavat haasteita, joiden ratkaiseminen tuottaisi hyötyjä nopeammalla aikataululla.

CMU:n eteneminen on ollut monivaiheinen prosessi, joka on edennyt asteittain vuodesta 2015 alkaen. CMU:n tavoitteena on ollut luoda yhtenäiset ja integroidut pääomamarkkinat kaikissa EU-maissa, mikä parantaisi yritysten rahoituksen saatavuutta ja edistäisi talouskasvua.

Vaikka edistystä on tapahtunut, eteneminen on ollut ajoittain hidasta, johtuen etenkin EU jäsenmaiden erilaisista kansallisista sääntely- ja verotusjärjestelmistä. Jotta pääomamarkkinat voivat kehittyä aidosti yhtenäiseksi ja tehokkaaksi kokonaisuudeksi tulee markkinoiden pirstoutuneisuuteen ja harmonisoinnin puutteeseen liittyvät ongelmat ratkaista tehokkain tavoin.

Kasvuyritysten rahoituksen saatavuus

Teoreettisesti jo olemassa olevien EU:n rajan yli markkinointia koskevien ”passisääntöjen” tulisi tarjota rahastonhoitajille mahdollisuus markkinoida rahastojaan helposti EU-maissa rajojen yli. Tämän mekanismin positiivinen vaikutus on kuitenkin jäänyt rajalliseksi, sillä rahastonhoitajat kohtaavat edelleen useita esteitä, kuten eri valtioiden perimät kumulatiiviset maksut tai eroavaisuudet sääntöjen soveltamisessa ja valvonnassa.

Ulkomaisten sijoittajien tavoittamisen tulisi olla vaivatonta, ja varainhankinnan kotimarkkinoiden ulkopuolelta sujua helposti. Nykyisin rahastoa markkinoitaessa on kuitenkin tehtävä virallinen ilmoitus rahaston markkinoinnin aloittamisesta jokaisessa maassa erikseen, mukaan lukien ilmoitukset paikallisille valvontaviranomaisille. Tämä prosessi tulisi yhdenmukaistaa ja yksinkertaistaa. Esimerkiksi ESMA voisi laatia yhteisen lomakkeen, joka täytettäisiin kerran ja hyväksyttäisiin kaikissa jäsenvaltioissa. Tämä vähentäisi byrokratiaa ja helpottaisi rahastojen kansainvälistä markkinointia.

Vuonna 2024 voimaan tullut uudistettu ELTIF-sääntely (European Long-Term Investment Fund), on pyrkinyt tähän kehitykseen, mutta siihen kohdistuvien sijoitusrajoitusten vuoksi sen käyttö on toistaiseksi jäänyt rajoitetuksi unionissa. Edelleen Suomessa verotus muodostaa merkittävän esteen ELTIF-rahastojen markkinoimiselle, koska Suomessa suljetun erikoissijoitusrahaston verovapaus edellyttää, että sitä markkinoidaan ainoastaan ammattimaisille sijoittajille, vaikka ELTIF-sääntelyn nimenomainen tarkoitus on ollut saattaa tuotteet myös vähittäissijoittajien saataville. ELTIF-sääntelyn kansallinen implementointi onkin hyvä esimerkki siitä, miten kansallinen sääntely tosiasiassa estää eurooppalaisten rakenteiden tehokkaan hyödyntämisen.

Tämä kaikki vaikeuttaa lopulta rajat ylittävää varainhankintaa enemmän kuin olisi tarpeen, mikä johtaa EU-rahastojen keskimääräisen koon pysymiseen paljon alhaisempana kuin Yhdysvalloissa ja tekee EU-rahastoista vähemmän kykeneviä tukemaan omia kasvuyrityksiämme.

Vuonna 2023 vain 30 % kaikesta varainhankinnasta EU27-maissa oli rajat ylittävää, vaikka EU säännöt sallivat pääomien vapaan liikkuvuuden. Venture Capital - rahastojen koko EU:ssa on keskimäärin 22 % pienempi kuin Yhdysvalloissa.

Tarvittavat muutokset:

- Kartoitettava olemassa olevat lainsäädännölliset tai taloudelliset esteet, jotka estävät rahastonhoitajia toimimasta rajojen yli.
- Selvitettävä mahdollisuutta vapaaehtoiseen EU-tason valvontaan rahastoille, jotka haluavat toimia eurooppalaisella strategialla.
- Laajennettava nykyistä riskipääomasääntelyä (EuVECA), jotta kaikki startupeja ja kasvuyrityksiä tukevat riskipääoma- ja kasvurahastot voivat toimia helpommin rajojen yli.

Samalla on syytä huomata, että merkittävä osa suomalaisten rahastojen kohtaamista ongelmista varainkeruussa ja sitä kautta kasvuyritysten rahoittamisessa on puhtaasti kotoperäisiä. Nämä haasteet, kuten säätiöiden verohaasteet rahastosijoittajana toimimisessa, ulkomaisiin sijoittajiin liittyvät Verohallinnon käytännöt, valvonnan ennakoitavuus ja verotukselliset kannustimet, meidän tulisi ratkaista itse, jotta rahastojen keskikoko saadaan nostettua tasolle, jolla eurooppalainen varainkeruu olisi edes mielekästä.

Sääntelystä

Pääomamarkkinaunionin yhteydessä harmonisointi on toivottavaa, kun se toteutetaan markkinalähtöisesti ja keskittyy ensisijaisesti esteiden poistamiseen markkinoiden toiminnan tieltä.

On huomattava, että finanssialalle on viime vuosina tullut runsaasti uutta sääntelyä. Ennen kuin uutta sääntelyä luodaan, on tärkeää arvioida olemassa olevan sääntelyn vaikuttavuutta. Finanssimarkkinoiden sääntely on pirstoutunut, monimutkainen ja osittain ristikkäinen kokonaisuus, mikä vaikeuttaa markkinoiden tehokasta toimintaa.

On toivottavaa, että sääntelyssä keskitytään enemmänkin sen poistamiseen kuin lisäämiseen. Liiallinen sääntely on jo kääntynyt itseään vastaan, luoden epäselvyyttä ja tehden sääntelyn tulkitsemisesta haastavaa. Nykyinen painopiste tulisi olla sääntelyn yksinkertaistamisessa ja selkeyttämisessä, jotta markkinat voivat toimia joustavammin ja tehokkaammin.

Integroidumpi valvonta

Euroopan pääomamarkkinaunionia edistettäessä on tärkeää varmistaa, että sääntelyn tulkinnat ovat yhtenäisiä eri jäsenvaltioissa. Nykytilanteessa ongelmana on, että kansallisten valvojien tulkinnat sääntelystä voivat vaihdella merkittävästi, mikä luo epävarmuutta ja vaikeuttaa muun muassa pääomasijoittajien toimintaa. Tämä

epäyhtenäisyys kansallisen sääntelyn, EU-sääntelyn ja eurooppalaisten valvontakäytäntöjen välillä heikentää pääomamarkkinoiden integraatiota ja luo tarpeettomia esteitä rajat ylittävälle toiminnalle. Kansallisessa sääntelyssä ja sen tulkinnoissa ei ole syytä valita EU-sääntelyä tiukempaa linjaa.

Olisi ensiarvoisen tärkeää edistää eurooppalaisen valvontakäytännön harmonisointia. Tämä edellyttää tiiviimpää yhteistyötä kansallisten valvojien välillä ja yhtenäisten tulkintojen käyttöönottoa koko EU- alueella.

Samalla on kuitenkin tärkeää säilyttää paikallisten valvojien rooli, sillä heidän tuntemuksensa paikallisista markkinoista on erityisen arvokasta, erityisesti pienille toimijoille. Paikallisten valvojien asiantuntemus on keskeistä, mutta sen tulee toimia saumattomasti yhdessä yhtenäisen eurooppalaisen valvontakäytännön kanssa.

Mahdolliset puutteet esityksessä

Verotus ja siihen liittyvät insentiivit ovat keskeisiä tekijöitä sijoittajien päätöksenteossa ja siten ratkaisevassa asemassa CMU:n edistämisessä. Onkin perusteltua kysyä, voidaanko CMU rakentaa tehokkaasti ilman huomattavaa huomiota verotusasioihin. Tämä on luultavasti yksi merkittävimmistä syistä, miksi CMU edistyminen on ollut hidasta.

Hyvä esimerkki tästä on ELTIF (European Long-Term Investment Fund), joka Suomessa on käytännössä kaatunut verotuksellisiin esteisiin. Vaikka verotus ei kuulu EU toimivaltaan, on kuitenkin paljon sääntelyä, jossa verotuksen merkitys on keskeinen. Näiden kysymysten ratkaisematta jättäminen haittaa CMU tavoitteen saavuttamista ja heikentää mahdollisuuksia rakentaa toimivaa ja yhtenäistä pääomamarkkinaa Euroopassa.

Toinen E-kirjeestä puuttuva asia on eurooppalainen maksukyvyttömyyslainsäädäntö. EU-valtioiden maksukyvyttömyyslainsäädäntöjen erot luovat merkittävää epävarmuutta yrityksiin sijoittaville tahoille ja heikentävät halukkuutta tehdä rajat ylittäviä investointeja. Sijoittajat saattavat epäröidä sitoa pääomiaan innovatiivisiin yrityksiin, elleivät he tiedä varmasti, millaista maksukyvyttömyysmenettelyä kyseisiin yrityksiin sovelletaan.

Valmistelusta

Viime kuukausien aikana on julkaistu useita raportteja ja tehty merkittäviä päätöksiä, jotka liittyvät pääomamarkkinaunionin edistämiseen. Valitettavasti näiden toimenpiteiden osalta ei ole käyty riittävää kansallista keskustelua, mikä on vaikeuttanut koherentin ja johdonmukaisen kokonaiskuvan muodostamista asiassa.

Lisäksi E-kirjeen valmistelu on tapahtunut kiireellisessä aikataulussa ja ainoastaan viranomaisten kesken. Tämä lähestymistapa ei mielestämme vastaa hallitusohjelman asettamia tavoitteita EU-ennakkovaikuttamisen osalta, eikä se myöskään tue lainvalmistelun avoimuuden ja osallistavuuden periaatteita, joita tulisi noudattaa kaikessa kansallisessa valmistelussa.

PÄÄOMASIJOITTAJAT RY

Anne Horttanainen
toimitusjohtaja