

Privanetin lausunto esiteasetuksen täytäntöönpanosta

TIIVISTELMÄ

Privanet Group Oyj (jäljempänä ”**Privanet**”) kannattaa monia Euroopan parlamentin ja neuvoston 14 päivänä kesäkuuta 2017 antaman asetuksen (EU) N:o 1129/2017 koskien arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla ottamisen yhteydessä julkaistavasta esitteestä ja direktiivin 2003/71/EY kumoamisesta (jäljempänä ”**esiteasetus**”) sisältämiä tavoitteita. Privanet kannattaa erityisesti esiteasetuksessa ehdotettuja toimenpiteitä, joiden tavoitteena on vähentää hallinnollista taakkaa erityisesti pk-yritysten ja muiden pienten liikkeeseenlaskijoiden keskuudessa sekä keventää voimassaolevaa EU-esitettä koskevaa sääntelyä. Privanet yhtyy näkemykseen, jonka mukaan muutostoimenpiteillä voi parhaimmillaan olla pääomakustannuksia alentavia ja tämän myötä pääoman saatavuutta parantavia vaikutuksia Euroopan talousalueella, jos muutokset saatetaan voimaan täysimääräisesti niin kansallisesti kuin koko EU:n alueella.

Privanet toteaa esiteasetuksen täytäntöönpanoa koskevasta hallituksen esitysluonnoksesta (jäljempänä ”**Lakiehdotus**”) lausuntonaan tiivistetysti seuraavat asiat:

- Privanet pitää valitettavana, ettei valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinaosasto ole katsonut tarpeelliseksi kuulla markkinatoimijoita tai etujärjestöjä Lakiehdotuksen valmistelun yhteydessä. Myös Lakiehdotuksen lausuntopyynnön jakelulista on erittäin suppea, mikä on lainvalmistelun avoimuuden ja lausuntoprosessin tarkoituksen näkökulmasta kyseenalaista.
- Privanet kiinnittää valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinaosaston huomiota siihen, että Lakiehdotuksessa Finanssivalvonnalle kaavailut määräyksenantovaltuudet ovat poikkeuksellisen laajat, yksilöimättömät ja sääntelyn kokonaisuuden kannalta varsin merkittävät. Valtuutus käsittää liikkeeseenlaskijoiden ja liikkeeseenlaskun järjestäjien näkökulmasta erittäin keskeistä ja merkityksellistä arvopaperimarkkinasääntelyä, jolla voi olla markkinatoimijoille huomattavia hallinnollisia- ja kustannusvaikutuksia. Finanssivalvonnalle annettavan määräyksenantovaltuuden sisällöstä tulisi asian merkittävyyden takia säätää lailla tai asetuksella, niin että valtuutus ja sen sisältö on riittävän selkeä ja tarkkarajainen. Valtuutuksen sisältöä määrittävän lain tai asetuksen osalta voitaisiin soveltuvin osin käyttää mallina valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinaosaston hyvässä yhteistyössä toimialan kanssa laatimaa valtiovarainministeriön asetusta joukkorahoituksen saajan tiedonantovelvollisuuden sisällöstä ja rakenteesta (1045/2016).
- Privanet toteaa, että Lakiehdotus on nyt kirjoitetussa muodossaan jossain määrin epäselvä. Lakiehdotuksesta ei täysin selvästi käy ilmi, soveltuvatko arvopaperimarkkinalain (746/2012) 1 luvun yleiset säännökset jatkossa myös arvopaperitarjouksiin yleisölle, jos tarjousten vastikkeet ovat yhteensä alle 1 000 000 euroa unionissa 12 kuukauden aikana (ks. Lakiehdotus s. 17).
- Privanetin mielestä myös Finasssivalvonnalle kaavailtuja määräyksenantovaltuuksia ei ole Lakiehdotuksessa (ehdotetut arvopaperimarkkinalain 3 luvun 1-3 §:t) selkeästi rajattu koskemaan vain yli 1 000 000 euron (ja alle 8 000 000 euron vastikkeisia) arvopaperitarjouksia yleisölle unionissa 12 kuukauden aikana (vaikka Lakiehdotuksen perusteluissa s. 14 näin annetaan ymmärtää).
- Privanet korostaa, että aiemmin arvopaperimarkkinalain 4 luvun 3 pykälään sisältyneet poikkeukset esitteen julkistamisvelvollisuudesta olivat erittäin selkeät ja markkinatoimijat pystyivät ottamaan ne kaikilta osin hyvin ennakollisesti huomioon toiminnassaan. Olisi esiteasetuksen tavoitteet huomioon ottaen toivottavaa, että valtiovarainministeriö ottaisi Lakiehdotuksen jatkovalmistelussa huomioon sääntelyn selkeyden niin, että esitepoikkeuksien kattavuus ja sisältö määriteltäisiin yksityiskohtaisesti lain tai asetuksen tasolla (erityisesti tiedonantovelvollisuuden sisältö alle 8 000 000 euron arvopaperitarjouksissa). Lisäksi suunnattujen

arvopaperitarjousten (engl. *private placement*) edellytyksistä olisi hyvä ottaa tekstiä perusteluihin, koska asiakokonaisuutta koskeva arvopaperimarkkinalain 4 luku on ehdotettu kumottavaksi sillä perusteella, että asiasta säädetään tulevaisuudessa yksityiskohtaisesti jo suoraan esiteasetuksessa.

- Privanet kiinnittää valtiovarainministeriön huomiota myös Lakiehdotuksessa esitettyihin viittauksiin joukkorahoituslakiin (734/2016). On ongelmallista ja hyvän lainvalmistelutavan näkökulmasta kyseenalaista, että Lakiehdotuksen jatkovalmisteluun kytketään sellaisia lakimuutoksia, jotka eivät ole osa lausunnoille lähetettyä Lakiehdotusta.
- Lopuksi Privanet pyytää valtiovarainministeriötä vielä harkitsemaan esiteasetuksen kansallisen voimaantulon aikataulua. Lakiehdotuksessa on ehdotettu, että siinä esitetyt lait tulevat voimaan 1.1.2018. Kun otetaan huomioon, että esiteasetus edellyttää monien toimenpiteiden saattamista kansallisesti voimaan viimeistään 21.7.2019 mennessä, niin valtiovarainministeriön kiirehtiminen Lakiehdotuksen voimaantulon osalta vaikuttaa omituiselta.

Privanet toteaa, että Lakiehdotusta tulisi jatkovalmistelussa monin paikoin selkeyttää sekä perusteluiden että säännösehdoitusten osalta. Lakiehdotus on monilta osin viimeistelemätön ja sisältää monien substanssivirheiden lisäksi virheellisiä viittauksia jo kumottuihin lakeihin. Lisäksi Lakiehdotuksessa käytetty terminologia on epä johdonmukaista ja sisäisesti ristiriitaista.

Privanet toivoo, että Lakiehdotuksen jatkovalmistelussa markkinatoimijoita ja etujärjestöä kuullaan huolellisesti ennen kuin Lakiehdotus annetaan eduskunnalle. Privanet osallistuu mielellään Lakiehdotuksen jatkovalmisteluun. Privanet kehottaa valtiovarainministeriötä jatkossa kiinnittämään enemmän huomiota lainvalmistelun avoimuuteen ja lausuntopyyntöjen jakelulistoihin, jotta myös pienemmät rahoitusmarkkinatoimijat saavat tiedon niiden liiketoiminnan kannalta merkityksellisistä lainsäädännön muutosehdotuksista.

YLEISTÄ PRIVANET GROUP OYJ:STÄ

Privanet on Suomessa toimiva toimiluvallinen ja Finanssivalvonnan valvonnan alaisuudessa toimiva sijoituspalveluyritys. Privanet ylläpitää Suomen johtavaa ja tunnetuinta listaamattomien yritysten kaupankäyntipaikkaa, jossa sijoittajat voivat antaa osto- ja myyntitoimeksiantoja kaupankäynnin kohteena olevien yritysten arvopapereista. Huolimatta kaupankäynnistä Privanetin kauppapaikalla, yhtiö säilyy listaamattomana yrityksenä. Käytännössä Privanet välittää listaamattomien yhtiöiden osakkeita, jotka eivät ole kaupankäynnin kohteena pörssissä eivätkä monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä noudattaen toiminnassaan omia kaupankäyntiohjeitaan. Privanetin tarjoama kaupankäyntipalvelu on käytännössä manuaalisesti meklareiden ylläpitämä ilmoitustaulu, jossa listaamattomien osakkeiden myymisestä ja ostamisesta kiinnostuneet sijoittajat voivat tehdä keskenään näitä koskevia osto- ja myyntitoimeksiantoja. Privanetin kauppapaikalla kaupat toteutetaan manuaalisesti hyväksymällä ne kaupat, joissa myyjän ja ostajan intressit ovat antamiensa tietojen perusteella yhtyneet.

Muiden toimiluvassaan yksilöityjen liiketoimintojen lisäksi Privanet ylläpitää Suomen suurinta sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen keskittyntä Around-joukkorahoitus alustaa. Privanet tarjoaa mahdollisuuden kasvurahoituksen hankkimiseen liikevaihtoa jo tekeville yrityksille 1-5 miljoonan euron välillä ilman toimialarajoitusta. Yrityksen tarinan tulee olla hyvä ja takana vahva tiimi. Kun nämä asiat ovat kunnossa, Privanet kuuntelee yrityksen johdon esittelyn ja tekee sen jälkeen yritystä koskevan taloudellisen yritystarkastuksen (*due diligence*). Toukokuusta 2016 toimineen Around-joukkorahoitus alustan kautta on tähän mennessä kerätty yhteensä 31,8 miljoonaa euroa markkinaehtoista kasvurahoitusta voimakkaasti kasvaville kotimaisille pienille- ja keskisuurille yrityksille (**pk-yritys**). Privanet on Around-palvelunsa kautta toteuttanut onnistuneesti 15/16 palvelualustalle esikarsinnan jälkeen hyväksytystä rahoituskierrroksesta. Privanet on näin osaltaan tukenut kotimaisten pk-

yritysten kasvua ja sijoittajien mahdollisuutta investoida kotimaisiin kasvuyrityksiin. Kasvu- ja pk-yritykset ovat Suomen kansantalouden selkäranka, jotka työllistävät valtaosan kotimaisesta työvoimasta, joten tässä mielessä kasvurahoituksen laajamittainen mahdollistaminen luo omalta osaltaan myös työpaikkoja ja kasvua sekä edistää Lakiehdotuksen mukaisesti pääomamarkkinaunionille asetettuja tavoitteita.

Privanet on myös merkittävä suunnattujen arvopaperitarjousten järjestäjä. Privanet järjestää vuositasolla n. 11 suunnattua arvopaperitarjousta, joilla kerätään rahoitusta hakeville yhtiöille n. 18 miljoonaa euroa.

LAKIEHDOTUS

Valmisteluprosessi

Privanetilta - samoin kuin monilta muilta Lakiehdotuksen kannalta keskeisiltä keskisuurilta rahoitusmarkkinatoimijoilta - ei ole pyydetty lausuntoa Lakiehdotukseen, mikä on erittäin valitettavaa. Lakiehdotuksella on monia merkityksellisiä yhtymäkohtia Privanetin liiketoimintaan, minkä takia Privanet katsoo tarpeelliseksi lausua asiassa. Lakiehdotus on ikävää jatkumoa valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinaosaston tämän vuoden puolella suorittamalle lainvalmistelutyölle. Lakiehdotus on tehty virkatyönä kuulematta lainkaan toimialaa tai etujärjestöjä. Esitysasetus on itsessään suoraan sovellettavaa ja sellaisenaan velvoittavaa yhteisöoikeutta, mutta se sisältää myös monia kansallista harkintaa sisältäviä kotimaisen rahoitustoimialan toimintaedellytysten näkökulmasta merkityksellisiä asiakokonaisuuksia. Olisi avoimen lainvalmistelun ja rahoitusmarkkinoiden kansallisen kilpailukyvyyn turvaamisen näkökulmasta toivottavaa, että rahoitusmarkkinaosasto vastaisuudessa ottaisi toimialan (sekä pienet että suuret toimijat) ja etujärjestöt mahdollisimman varhaisessa vaiheessa osaksi lainvalmisteluhankkeitaan esimerkiksi erillisten työryhmien tai julkisten kuulemisten kautta. On huomionarvoista, että Lakiehdotus lähetettiin 24.7.2017 päivätyyn lausuntopyynnön mukaisesti ainoastaan neljälletoista lausuntopyynnössä ja sen saatteessa erikseen yksilöidylle taholle. Lausuntopyyntö kattoi näin vain murto-osan keskeisistä kansallisista markkinatoimijoista ja etujärjestöistä, mikä on lainvalmistelun avoimuuden sekä pienessä maassa elinehtona pidettävän yksityisen ja julkisen sektorin välisen yhteistyön kannalta valitettavaa. Privanet toivoo, että lausuntoprosessin jälkeen Lakiehdotusta koskevassa jatkovalmistelussa rahoitusmarkkinaosasto järjestää Lakiehdotuksesta julkisen kuulemisen, jotta markkinatoimijat ja etujärjestöt voivat huolellisesti perehtyä ja sen perusteella kommentoida Lakiehdotusta ennen kuin se viedään eduskunnan käsiteltäväksi.

Nykytila

Esiteasetuksella kumottava esitedirektiivi kattaa vain siirtokelpoiset arvopaperit sellaisina kuin ne ovat rahoitusvälineiden markkinat direktiivissä (jäljempänä ”**MIFID I**”) määritelty. Jos käytetty rahoitusväline ei ole siirtokelpoinen arvopaperi, mutta on kuitenkin MIFID I:n mukainen muu rahoitusväline, tällöin tulee soveltaa MIFID I:n sisältämiä tiedonantovaatimuksia. Tilanteissa, joissa käytettävä rahoitusväline ei ole MIFID I:n mukainen rahoitusväline miltään osin, sovelletaan kansallista lainsäädäntöä, koska MIFID I ei tällöin sovellu miltään osin kyseiseen toimintaan. Privanetin käsityksen mukaan tilanne ei muutu esitysasetuksen ja Lakiehdotuksen täytäntöönpanon myötä.

Arvopaperimarkkinalakiin implementoidut esitedirektiivin mukaiset esitteen julkaisemista koskevat säännökset tulevat sovellettavaksi, kun tarjotaan yleisölle arvopapereita, esimerkiksi osakkeita tai joukkovelkakirjoja, jolloin syntyy lähtökohtaisesti velvollisuus julkaista Finanssivalvonnan hyväksymä esite (arvopaperimarkkinalain 3—5 luvut). Ilman esitteen julkistamista on mahdollista tarjota yleisölle osakkeita esimerkiksi silloin, kun tarjous on alle 2,5 miljoonaa euroa tarjousta seuraavan 12 kuukauden aikana ja sijoittajille annetaan riittävät tiedot seikoista, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan osakkeen arvoon. Finanssivalvonnan tulkintakäytännön mukaan arvioitaessa annettavien tietojen riittävyyttä

tilanteessa, jossa esitettä ei tarvitse julkaista, tiedonantovelvollisuuden taso suhteutetaan kohderyhmän sijoituskokemukseen, sijoittajien tietämykseen kyseisistä arvopapereista tai liikkeeseenlaskijoista sekä muihin mahdollisiin tarjoukseen liittyviin erityispiirteisiin. Annettavien tietojen laajuus lähenee kansallisen esitteen sisältövaatimuksia silloin, kun tietojen suppeampaa tasoa ei voida perustella kohderyhmän sijoituskokemuksella, tietämyksellä tai muilla erityisillä syillä (*Finanssivalvonnan määräykset ja ohjeet 6/2013*). Lisäksi Finanssivalvonta on kiinnittänyt huomiota siihen, että rahoitusmarkkinasääntelyn velvollisuuksien soveltumisesta riippumatta arvopaperimarkkinalain 1 luvun 3 §:n mukaan arvopapereiden ja muiden rahoitusvälineiden markkinoinnissa ei saa antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja. Näiltä osin Privanet toivoo, että Lakiehdotusta täsmennetään valtiovarainministeriön toimesta jatkovalmistelussa.

Rahoitusvälineiden markkinoita koskevia EU-säädöksiä (MIFID II –direktiivin ja MIFIR –asetuksen) sekä niiden yhteyteen laaditun joukkorahoituslain muutosehdotusta koskeva valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinaosastolla laadittu hallituksen esitys (jäljempänä ”**MIFID II-esitys**”) lähetettiin lausuntokierrokselle 28.4.2017. Ehdotuksen perusteella joukkorahoituksen saajan tiedonantovelvollisuutta koskevia säännöksiä ei ole tarkoitus muuttaa. Näin ollen joukkorahoituksen saaja voisi edelleen hyödyntää esimerkiksi joukkorahoituslain sallimaa, arvopaperimarkkinalaissa säädettyä korkeampaa, esiterajaa huolimatta siitä, minkä toimijan kautta joukkorahoitus hankitaan. Privanet kannattaa ehdotuksessa valittua lähestymistapaa ja toivoo, että se otetaan huomioon myös Lakiehdotuksen jatkovalmistelussa.

Lakiehdotuksen sisältö

Arvopaperimarkkinalain yleisten säännösten soveltuvuus

Lakiehdotus on nyt kirjoitetussa muodossaan jossain määrin epäselvä arvopaperimarkkinalain 1 luvun yleisten säännösten soveltuvuuden osalta. Lakiehdotuksen sivulla 17 olevasta kuvasta (Kuva 1. Voimassa oleva ja ehdotettu uusi esitesääntely) saa sellaisen käsityksen, ettei arvopaperimarkkinalain 1 luvun yleisiä säännöksiä enää noudatettaisi sellaisten yleisölle tehtävien arvopaperitarjousten osalta, jos tarjousten vastikkeet ovat yhteensä alle 1 000 000 euroa unionissa 12 kuukauden aikana. Privanet pyytää valtiovarainministeriötä selvittämään arvopaperimarkkinalain 1 luvun yleisten säännösten soveltuvuutta jatkovalmistelussa.

Finanssivalvonnalle ehdotettu määräyksenantovaltuutus

Lakiehdotuksen perusteella Finanssivalvonta voisi jatkossa antaa määräyksiä arvopaperien arvoon olennaisesti vaikuttavista seikoista, sijoittajille annettavista riittävistä tiedoista ja tiedonantovelvollisuutta koskevista muista edellytyksistä. Privanet vastustaa näin laajan ja epätasällisen valtuutuksen antamista Finanssivalvonnalle. Valtuutus käsittää liikkeeseenlaskijoiden ja liikkeeseenlaskun järjestäjien näkökulmasta erittäin keskeistä ja merkityksellistä arvopaperimarkkinasääntelyä, jolla voi olla markkinatoimijoille huomattavia hallinnollisia- ja kustannusvaikutuksia. Markkinatoimijoiden pitää voida luottaa oikeustilan pysyvyyteen erityisesti Finanssivalvonnalle kaavailtujen valtuutusten sisältämien asiakokonaisuuksien osalta.

Lakiehdotuksessa ehdotetaan kumottavaksi esiteasetuksen voimaantulon johdosta arvopaperimarkkinalain 4 (Esitteen julkaiseminen ja sisältö) ja 5 (Finanssivalvonnan toimivalta ja menettely esitteen hyväksymisessä) luvut, koska kyseisistä asioista säädetään suoraan sovellettavassa esiteasetuksessa. Samassa yhteydessä kumotaan myös arvopaperimarkkinalain 5 luvun 11 §:n mukainen valtiovarainministeriön asetuksenantovaltuutus, jonka perusteella valtiovarainministeriö on antanut valtiovarainministeriön asetuksen arvopaperimarkkinalain 3—5 luvussa tarkoitetuista esitteistä (1019/2012), joka on sisältänyt säännökset ns. kansallisen esitteen sisällöstä ja erinäisistä tiedonantovelvollisuuksista. Privanet pitää ongelmallisena ja hyvän

lainsäädäntötavan vastaisena, että Finanssivalvonnalle annetaan näin laajoja laissa yksilöimättömiä valtuuksia.

Perustuslain (731/1999) 80 §:n 2 momentin mukaan ”myös muu viranomainen voidaan lailla valtuuttaa antamaan oikeussääntöjä määrätyistä asioista, jos siihen on sääntelyn kohteeseen liittyviä erityisiä syitä eikä sääntelyn asiallinen merkitys edellytä, että asiasta säädetään lailla tai asetuksella. Tällaisen valtuutuksen tulee olla soveltamisalaltaan täsmällisesti rajattu”. Muulle viranomaiselle voidaan siten osoittaa oikeussääntöjen antamisvaltaa vain poikkeuksellisesti ja tällöin oikeussääntöjen antamisvalta on oltava täsmällisesti ja tarkkarajaisesti määritelty. Säännöksen tarkoituksena on ollut valtuuttaa ministeriötä alempi viranomainen antamaan oikeussäännöiksi luonnehdittavia yleisiä määräyksiä joistakin sääntelyn kokonaisuuden kannalta vähäisistä yksityiskohdista. Valtuuden kattamat asiat olisi määriteltävä tarkasti laissa. Valtuutuksen tulisi lisäksi olla soveltamisalaltaan täsmällisesti rajattu. Valtuudesta voitaisiin perustuslain mukaan säätää vain, jos siihen on sääntelyn kohteeseen liittyviä erityisiä syitä. Tällainen erityinen syy olisi käsillä lähinnä silloin, kun kysymyksessä on tekninen ja vähäisiä yksityiskohtia koskeva sääntely, johon ei liity merkittävää harkintavallan käyttöä (ks. HE 1/1998 vp s. 133 ja PeVM 10/1998 vp s. 23).

Privanet toteaa, että Finanssivalvonnalle annettavan määräyksenantovaltuuden sisällöstä tulisi asian merkittävyyden takia säätää lailla tai asetuksella, niin että valtuutus ja sen sisältö on riittävän selkeä ja tarkkarajainen.

Finanssivalvonnalle ehdotetun määräyksenantovaltuutuksen sisältö ja kattavuus

Privanet kiinnittää valtiovarainministeriön huomiota Lakiehdotuksessa Finanssivalvonnalle kaavailtuun varsin laajaan, yksilöimättömään ja sääntelyn kokonaisuuden kannalta merkittävään määräyksenantovaltuuteen. Määräyksenantovaltuus kattaa Lakiehdotuksen mukaisesti ainakin kaikki sellaiset arvopapereiden tarjoamiset yleisölle, joiden yhteenlasketut vastikkeet Euroopan unionissa 12 kuukauden aikana ovat yli 1 000 000 euroa, mutta alle 8 000 000 euroa.

Lisäksi Finanssivalvonnalle Lakiehdotuksessa kaavailtuja määräyksenantovaltuuksia ei Privanetin mielestä ole selkeästi rajattu koskemaan vain yli 1 000 000 euron (ja alle 8 000 000 euron vastikkeisia) arvopaperitarjouksia yleisölle unionissa 12 kuukauden aikana.

Lakiehdotuksen (s. 14) perusteluiden mukaan:

”Kansallista harkintavaltaa sisältyy myös mahdollisuuteen määrätä kansallisella tasolla muita tarvittavia julkistamisvaatimuksia, jotka koskevat yhteenlasketulta vastikkeeltaan unionissa 12 kuukauden aikana alle 1 000 000 euron arvopapereiden tarjoamisia yleisölle. Asetusta ei sovelleta tällaisiin arvopapereiden tarjoamisiin, mutta jäsenvaltiot voivat määrätä kansallisella tasolla muita julkistamisvaatimuksia, mikäli katsovat tämän tarpeelliseksi ja nämä vaatimukset eivät aiheuta kohtuutonta tai tarpeetonta rasitetta liikkeeseenlaskijoille. Esityksessä ei ehdoteta asetuksen vähimmäisvaatimukset ylittävää kansallista lisäsääntelyä kohdistuen näihin alle 1 000 000 euron arvopapereiden tarjoamisiin yleisölle. Ehdotus on tämän jäsenvaltio-option kohdalla, että Finanssivalvonnalle annettaisiin määräyksenantovaltuus muista julkistamisvaatimuksista tarvittavien tiedonantovelvoitteiden huomioimiseksi.”

Lakiehdotuksen perustelut asian suhteen vaikuttavat varsin selkeiltä, mutta Lakiehdotuksen arvopaperimarkkinalain 3 lukuun säädettäväksi ehdotettujen uusien 1-3 §:ien sanamuodosta Finanssivalvonnan määräystenantovaltuuksien rajoittamista koskemaan vain yli 1 000 000

euron arvopaperitarjouksia yleisölle unionissa 12 kuukauden aikana ei ole luettavissa.¹ Privanet kehottaa valtiovarainministeriötä selkeyttämään Lakiehdotusta tältä osin.

Joukkorahoituslaki

Privanet on Around –palvelun osalta hyödyntänyt valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinaosaston valmistelemaa ja 1.9.2016 voimaantullutta Eurooppalaisessa mittakaavassa poikkeuksellisen edistynyttä ja suhteellisuusperiaatetta oikeassa suhteessa noudattavaa joukkorahoituslakia (734/2016). Privanet osallistui aktiivisesti alkuperäisen joukkorahoituslain valmisteluun, joka toteutettiin hyvässä, rakentavassa ja avoimessa yhteistyössä valtiovarainministeriön sekä toimialan ja etujärjestöjen välillä. Privanetin käsityksen mukaan joukkorahoituslain keskeinen saavutus liittyy siihen, että se on luonut kevyen ja mahdollistavan sääntelykehikon vaihtoehtoisen rahoituksen kasvulle Suomessa. Lainvalmistelun yhteydessä otettiin onnistuneesti huomioon myös kilpailuneutraliteetti, ja joukkorahoituslain mahdollistamat kevennykset saatettiin kohtuullisissa määrin myös toimiluvallisten rahoitusmarkkinatoimijoiden, kuten Privanetin, hyödynnettäviksi.

Privanet pitää tärkeänä, että joukkorahoituslain 11 §:n 4 momentin mukainen joukkorahoituspoikkeus, jonka mukaan joukkorahoituksen saajan ei tarvitse julkaista esitettä, jos arvopapereita tarjotaan Suomessa ja niiden yhteenlaskettu vastike 12 kuukauden aikana on alle 5 000 000 euroa, säilytetään myös esitysasetuksen voimaantultua. Kyseessä on korostuneesti kansallinen ratkaisu, jolla on pyritty kehittämään kansallisia olosuhteita muun muassa purkamalla sijoittajarakenteen yksipuolisuutta sekä vahvistamaan rahoitustoimialan kilpailukykyä suhteessa keskeisiin verrokkimaihin. Useat tutkimukset osoittavat, että erityisesti kasvuyritysten pankkien taseen kautta tulevan rahoituksen ehdot ovat kiristyneet. Tällöin on tärkeää, että rahoitusta on saatavilla vaihtoehtoisista kanavista, jotka ovat kuitenkin Suomessa kehittymättömät ja kustannuksiltaan korkeat. Suurten institutionaalisten sijoittajien ja pääomasijoittajien näkökulmasta sijoitukset, jotka jäävät alle viiden miljoonan euron, ovat usein kooltaan liian pieniä, vaikka sijoituskohde olisikin riski-tuotto -suhteeltaan sopiva. Näin ollen esiteraja-arvon asettaminen viiteen miljoonaan euroon joukkorahoituksen yhteydessä on antanut edellytykset nykyistä monipuolisemman ja kustannuksiltaan edullisemman rahoituksen tarjontaan erityisesti kasvuyritysten tarpeisiin. Joukkorahoituslaista talousvaliokunnassa käydyssä keskustelussa raja-arvon asettaminen 5 miljoonaan euroon arvioitiin vähentävän hallinnollisia kustannuksia ja luovan edellytyksiä entistä merkittävämmälle vaihtoehtoiselle rahoitukselle. Muutoksella on helpotettu erityisesti kasvu- ja pk-yritysten rahoituksen saantia ja vähennetty euromäärältään pieniin arvopaperitarjouksiin liittyviä hallinnollisia kustannuksia, jotka johtuvat yleisesti ottaen muun muassa asiantuntijoiden palkkaamisesta esitteen laatimisprosessin läpiviemisen yhteydessä. Joukkorahoitusta koskevalla esitepoikkeuksella on tuettu onnistuneesti toimialan kasvua Suomessa ja saatu rahoitusta hakevia pk-yrityksiä joukkorahoituksen piiriin.

Esiteasetuksen täytäntöönpanon ja Lakiehdotuksen käsittelyn yhteydessä Privanet esittää harkittavaksi joukkorahoituspoikkeuksen nostamista Lakiehdotuksen mukaisesti 8 000 000 miljoonaan euroon samassa yhteydessä yleisen esiterajan korottamisen kanssa.

Vastaavasti Privanet esittää, että valtiovarainministeriön asetus joukkorahoituksen saajan tiedonantovelvollisuuden sisällöstä ja rakenteesta jätetään voimaan sijoitus- ja lainamuotoisen joukkorahoituksen osalta. Kyseinen asetus on Privanetin arvion mukaan sisällöltään selkeä,

¹ Lakiehdotus s. 37 (2 § Yleisölle arvopapereita tarjoavan ei tarvitse julkaista esitettä, jos: 2) ”jokaisen tarjouksen yhteenlasketut vastikkeet EU:ssa ovat enintään kahdeksan miljoonaa euroa 12 kuukauden ajanjaksolta.”) ja (3 § Finanssivalvonta antaa esiteasetuksen säännösten edellyttämät tarkemmat määräykset: 1) 2 §:ssä tarkoitetuista poikkeuksista yleisölle annettavan esitteen julkaisemisvelvollisuudesta, kun vastikkeeltaan alle 8 000 000 euron suuruiseen tarjoukseen sisältyvistä arvopapereista 12 kuukauden ajalta ei julkaista esitettä).

yksinkertainen ja ymmärrettävä. Asetuksen vaatimusten noudattaminen on rahoitusta hakevalle yritykselle sängen yksinkertaista ja vastaavasti joukkorahoituksen välittäjän on suhteellisen helppo hallinnollisesti kevyellä tavalla tarkistaa, että asetuksen asettamat vaatimukset on rahoitusta hakevan yrityksen toimesta täytetty. Privanet ehdottaa, että valtiovarainministeriö harkitsee ministeriössä laadukkaasti valmistellun asetuksen tarkoituksenmukaista hyödyntämistä Finanssivalvonnalle annettavan määräyksenantovaltuutuksen asiasisällön täsmällisessä yksilöinnissä ja rajaamisessa.

Privanet kiinnittää valtiovarainministeriön huomiota myös Lakiehdotuksessa esitettyihin viittauksiin joukkorahoituslain osalta. Lakiehdotuksessa todetaan, että joukkorahoituslakia koskevat mahdolliset kysymykset on tarkoitus huomioida lausuntokierroksen jälkeen sekä saadun lausuntopalautteen yhteydessä. Joukkorahoituslaki tai sen muutos ei kuitenkaan ole osa Lakiehdotusta, joten on oletettavaa, ettei monikaan lausunnonantaja ota kantaa joukkorahoituslain vaatimiin muutoksiin olivat ne sitten teknisiä tai substanssiperusteisia. On ongelmallista ja hyvän lainvalmistelutavan näkökulmasta kyseenalaista, että Lakiehdotuksen jatkovalmisteluun kytketään sellaisia lakimuutoksia, jotka eivät ole osa lausunnoille lähetettyä Lakiehdotusta.

Private Placement

Privanet kiinnittää huomiota suunnatun arvopaperitarjouksen (engl. *private placement*) ja siihen liittyvien näkökohtien sivuuttamiseen Lakiehdotuksessa. Esiteasetuksen 1 artiklan 4 kohta sisältää suunnattuja arvopaperitarjouksia koskevan poikkeuksen esitteen laatimisvelvollisuudesta. Vaikka esiteasetus on itsessään jäsenvaltioissa suoraan sovellettavaa sääntelyä, niin Suomen markkinoilla erittäin merkityksellisestä asiakokonaisuudesta ja sen tulevasta sääntelykohtelusta olisi ollut paikallaan ottaa Lakiehdotukseen (vähintään sen perusteluihin) selvät kannanotot erityisesti, kun suunnattuja arvopaperitarjouksia koskevat poikkeussäännökset arvopaperimarkkinalain 4 luvun 3 §:ssä Lakiehdotuksen perusteella kumotaan.

Privanet korostaa, että aiemmin arvopaperimarkkinalain 4 luvun 3 pykälään sisältyneet poikkeukset esitteen julkistamisvelvollisuudesta olivat erittäin selkeät ja markkinatoimijat pystyivät ottamaan ne kaikilta osin hyvin ennakkollisesti huomioon toiminnassaan. Olisi esiteasetuksen tavoitteet huomioon ottaen toivottavaa, että valtiovarainministeriö ottaisi Lakiehdotuksen jatkovalmistelussa huomioon sääntelyn selkeyden niin, että esitepoikkeuksien kattavuus ja sisältö määriteltäisiin yksityiskohtaisesti lain tai asetuksen tasolla (erityisesti tiedonantovelvollisuuden sisältö alle 8 000 000 euron arvopaperitarjouksissa). Lisäksi suunnattujen arvopaperitarjousten edellytyksistä olisi hyvä ottaa tekstiä perusteluihin asiaa koskevan arvopaperimarkkinalain kumoutuessa, vaikka asiasta onkin sinänsä säädetty yksityiskohtaisesti jos suoraan esiteasetuksessa.

Markkinapaikkasääntely

Julkisen osakeyhtiön osakkeet voidaan ottaa kaupankäynnin kohteeksi arvopaperipörssissä (säännelty markkina) sekä monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä. Yksityisen osakeyhtiön osakkeilla ei voida käydä kauppaa pörssissä, sen sijaan niillä voidaan käydä kauppaa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä. MIFID II-esityksessä kauppapaikoiksi luetaan säännelty markkina, monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä ja organisoitu kaupankäyntijärjestelmä. Suomessa sijaitsee yksi säännelty markkina Helsingin Pörssi ja yksi monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä Nasdaq Helsinki First North. Kummankin edellä mainitun markkinan ylläpitäjänä toimii Nasdaq Helsinki Oy. Organisoitujen MIFID II-esityksen mukaan Suomessa kauppapaikkojen ja niiden ylläpitäjien osalta vaikutukset keskittyvät pitkälti Nasdaq Helsinki Oy:öön. Privanet ylläpitää Suomen johtavaa ja tunnetuinta listaamattomien yritysten kaupankäyntipaikkaa, jossa sijoittajat voivat antaa osto- ja myyntitoimeksiantoja kaupankäynnin kohteena olevien yritysten arvopapereista. Huolimatta kaupankäynnistä Privanetin kauppapaikalla, yhtiö säilyy listaamattomana yrityksenä.

Käytännössä Privanet välittää listaamattomien yhtiöiden osakkeita, jotka eivät ole kaupankäynnin kohteena pörssissä eivätkä monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä noudattaen toiminnassaan omia kaupankäyntiohjeitaan. Privanetin tarjoama kaupankäyntipalvelu on käytännössä manuaalisesti meklareiden ylläpitämä ilmoitustaulu, jossa listaamattomien osakkeiden myymisestä ja ostamisesta kiinnostuneet sijoittajat voivat tehdä keskenään näitä koskevia osto- ja myyntitoimeksiantoja. Privanetin kauppapaikalla kaupat toteutetaan manuaalisesti hyväksymällä ne kaupat, joissa myyjän ja ostajan intressit ovat antamiensa tietojen perusteella yhtyneet.

Privanet toivoo, että MIFID II-esityksen jatkovalmistelussa monenkeskisten kaupankäyntijärjestelmien sääntelyä selkeytetään. Erityisesti monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän käyttämistä ja toimintaedellytyksiä koskevat säännökset ovat osin tulkinnanvaraiset. MIFID II-esitykseen kuuluvassa laissa kaupankäynnistä rahoitusvälineillä 5 luvussa säädetään monenkeskisestä kaupankäyntijärjestelmää sekä monenkeskisen kaupankäynnin järjestäjää koskevista vaatimuksista. Monenkeskisen kaupankäynnin järjestäjän on laadittava ja pidettävä yleisön saatavilla säännöt, joiden vähimmäissisältö on määriteltävä laissa. Monenkeskisen kaupankäynnin järjestäjän on annettava kaupankäynnin kohteena olevasta rahoitusvälineestä riittävästi tietoa tai muutoin varmistettava tiedon saatavuus, jotta kaupankäyntiosapuolet voivat tehdä perustellun arvion rahoitusvälineestä. Rahoitusvälineen ottaminen kaupankäynnin kohteeksi edellyttää, että rahoitusvälinettä koskevien tietojen saatavuus voidaan turvata edellä kuvatulla tavalla.

Lainsäädäntö kaipaisi selvennystä siitä, millä edellytyksillä ja missä tilanteissa monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä toimii nimenomaisesti Suomessa. Edellyttääkö monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän toimiminen Suomessa erillistä tytäryhtiötä vai onko toimiminen sivuliikkeen (toimisto) välityksellä riittävää? Privanet on törmännyt kyseiseen tulkintaongelmaan järjestäessään Ahola Transportin listautumisania ruotsalaiseen Aktietorgetiin. Aktietorgetilla ei ollut sivuliikettä Suomessa, joten tulkinta ruotsalaisesta markkinapaikasta oli rationaalinen. Tulkintaongelma on ajankohtainen, koska Suomessa toimistoa pitävä ja Suomeen toimintansa notifiointi Nordic Growth Market (NGM) on järjestämässä Suomessa listautumisanteja ja näiden osalta on jälleen jossain määrin epätietoisuutta, minkä maan lakia tulisi noudattaa. Privanet korostaa, että ulkomaisia toimijoita, jotka ylläpitävät monenkeskistä kaupankäyntijärjestelmää suomalaisille yrityksille ja suomalaisille sijoittajille kohdellaan samalla tavalla kuin Nasdaq Helsinki Oy:tä. Privanetin näkemyksen mukaan suomalaisille yrityksille ja suomalaisille sijoittajille monenkeskistä kaupankäyntijärjestelmää koskevia palveluita tarjoavaa ulkomaalaista toimijaa tulisi koskea sama sääntely kuin Nasdaq Helsinki Oy:tä sen toimipaikasta riippumatta.²

Muita huomioita

Privanet pyytää valtiovarainministeriötä vielä harkitsemaan esiteasetuksen kansallisen voimaantulon aikataulua. Lakiehdotuksessa on ehdotettu, että siinä esitetyt lait tulevat voimaan 1 päivänä tammikuuta 2018. Kun otetaan huomioon, että esiteasetus edellyttää monien toimenpiteiden saattamista kansallisesti voimaan viimeistään 21 päivänä heinäkuuta 2019 mennessä, niin valtiovarainministeriön kiirehtiminen esiteasetuksen voimaantulossa vaikuttaa omituiselta.

Privanet toteaa, että Lakiehdotusta tulisi jatkovalmistelussa monin paikoin selkeyttää sekä perusteluiden että säännösehdoitusten osalta. Lakiehdotus on monilta osin viimeistelemätön ja

² MIFID II-esitykseen kuuluvassa laissa kaupankäynnistä rahoitusvälineillä 4 luvun 1 §:ssä todetaan, että ”Ennen kuin toisessa ETA-valtiossa toimiluvan saanut pörssiä vastaava markkinoiden ylläpitäjä voi tarjota Suomeen sijoittuneelle sijoituspalvelun tarjoajalle tai muulle henkilölle suoran mahdollisuuden käydä kauppaa säännellyllä markkinalla, on sille toimiluvan myöntäneen valtion toimivaltaisen viranomaisen tehtävä asiasta ilmoitus Finanssivalvonnalle. Mitä 1 momentissa säädetään, sovelletaan myös kaupankäynnin järjestäjän ylläpitämään monenkeskiseen ja organisoituun kaupankäyntijärjestelmään.”

sisältää monien substanssivirheiden lisäksi virheellisiä viittauksia jo kumottuihin lakeihin (mm. sivun 35 viittaus kilpailunrajoituslakiin, joka on korvattu jo vuonna 2011 kilpailulailla). Lisäksi Lakiehdotuksessa käytetty terminologia on epäjohtonmukaista ja sisäisesti ristiriitaista. Monet epäkohdista olisivat olleet todennäköisesti ennakollisesti korjattavissa avoimemmalla lainvalmistelutyöllä.

LOPUKSI

Privanet pitää Lakiehdotuksen tavoitteita kannatettavina, mutta pitää Lakiehdotusta monelta osin keskeneräisenä ja vajavaisena. Lakiehdotusta on monelta osin tarpeen täsmentää ja täydentää jatkovalmistelussa. Privanet toivoo, että jatkovalmistelu toteutetaan hyvän lainvalmistelun periaatteiden mukaisesti avoimesti hyvässä yhteistyössä toimialan ja etujärjestöjen kanssa. Privanet korostaa hyvinä esimerkkeinä joukkorahoitusta ja joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevien lakien valmistelut, joissa molemmissa rahoitusmarkkinaosasto kytki sekä toimialan että etujärjestöt jo varhaisessa vaiheessa osaksi lainvalmistelutyötä. Lisäksi hankkeissa järjestettiin useita avoimia kuulemisia, joissa toimiala pystyi esittämään näkökantojaan hankkeissa valmisteltuihin lakiehdotuksiin. Molemmissa hankkeissa lopputulos sai kiitosta laajalti sekä Suomessa (niin toimialalta, etujärjestöiltä kuin poliittisen kentän eri puolilta) että kansainvälisesti. Privanet toivoo, että valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinaosasto voisi palata kyseisenlaiseen avoimeen ja yhteistyöhön perustuvaan lainvalmistelutapaan.

Privanet pyytää valtiovarainministeriötä kunnioittavasti kiinnittämään huomiota tässä lausunnossa esitettyihin näkökohtiin. Keskeistä on säätää lailla tai asetuksella täsmällisesti ja tarkkarajaisesti Finanssivalvonnalle Lakiehdotuksessa kaavailut määräyksenantovaltuudet, jotta esitettyjen valtuutuksien perustuslainmukaisuus voidaan varmistaa. Markkinatoimijoiden näkökulmasta on tärkeää, että määräystenantovaltuutuksien, kuten varsinaisten määräysten, kattavuus, sisältö ja muutostapa on määritetty laissa tai asetuksessa, jotta sääntely-ympäristö on riittävällä tavalla markkinatoimijoiden ennakoitavissa. Privanet esittää, että lähtökohtana voitaisiin käyttää valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinaosaston hyvässä yhteistyössä yhdessä markkinatoimijoiden ja etujärjestöjen kanssa valmistelemaa valtiovarainministeriön asetusta joukkorahoituksen saajan tiedonantovelvollisuuden sisällöstä ja rakenteesta.

Privanet toivoo, että Lakiehdotuksen jatkovalmistelussa markkinatoimijoita ja etujärjestöä kuullaan huolellisesti ennen kuin Lakiehdotus annetaan eduskunnalle. Privanet osallistuu mielellään Lakiehdotuksen jatkovalmisteluun. Privanet pyytää valtiovarainministeriötä jatkossa kiinnittämään enemmän huomiota lainvalmistelun avoimuuteen ja lausuntopyyntöjen jakelulistoihin, jotta myös pienemmät rahoitusmarkkinatoimijat saavat tiedon niiden liiketoiminnan kannalta merkityksellisistä lainsäädännön muutosehdotuksista.

Helsingissä 5.9.2017

Kunnioitavasti

Kimmo Lönnmark

Toimitusjohtaja

Privanet Securities Oy

Karri Salmi

Hallituksen puheenjohtaja

Privanet Securities Oy

Privanet Securities Oy on Privanet Group Oyj:n tytäryhtiö, joka ylläpitää Suomen johtavaa listaamattomien yritysten arvopapereiden kauppapaikkaa. Privanet Group Oyj -ryhmään kuuluu Privanet Securities Oy:n lisäksi Privanet Capital Markets Oy, joka keskittyy pääomajärjestelyihin.