



5.9.2017

VM033:00/2017 HE-luonnos arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta

Arvopaperimarkkinalain muuttaminen EU:n esitesääntelyn johdosta

VM on pyytänyt Elinkeinoelämän keskusliitto EK:lta lausuntoa otsikkoasiassa. EK esittää lausuntonaan seuraavan.

Asetus soveltuu asteittain

EU:n esitedirektiivi korvautui osana EU:n pääomamarkkinaunionia koskevaa toimenpidekokonaisuutta 14.6.2017 annetulla suoraan soveltuvalle EU:n esiteasetuksella (2017/1129), joka on ollut osin voimassa 20.7.2017 lukien (kolme esitepoikkeusta¹). Lisäksi esiteasetuksen mukaisia uusia esiterajoja² sovelletaan 21.7.2018 lukien ja kokonaisuudessaan esiteasetus soveltuu 21.7.2019 alkaen. Esiteasetuksen johdosta kansallista arvopaperimarkkinalakia esitetään osin kumottavaksi. Uuden sääntelyn soveltumisen alkaminen edellä kuvatulla tavalla asteittain ei ehkä ole liikkeeseenlaskijaystävällisin tapa, mutta katsomme Finanssivalvonnan tähänastisen tiedottamisen markkinaosapuolille olleen riittävää ja asianmukaista.³

¹ Kesällä 2017 voimaan tulleet esitepoikkeukset sisältyvät esiteasetuksen 1 artiklan 5 kohdan ensimmäisen alakohdan alakohtiin a-c sekä 1 artiklan 5 kohdan toiseen alakohtaan.

Poikkeus 1) Suunnattujen antien lisäerän listausta koskevan poikkeuksen raja nousee alle 10 prosentista alle 20 prosenttiin. Lisäksi poikkeus soveltuu jatkossa muihinkin arvopapereihin kuin osakkeisiin.

Poikkeus 2) Poikkeukseen, joka koskee sellaisten osakkeiden listaamista, jotka saadaan muuntamalla tai vaihtamalla muita arvopapereita, lisätään edellytys, jonka mukaan listattavien osakkeiden osuus voi olla alle 20 prosenttia samalla säännellyllä markkinalla kaupankäynnin kohteena jo olevien samanlaisien osakkeiden lukumäärästä 12 kuukauden ajanjaksona. Aiemmin tällaista määrällistä edellytystä ei ollut. Uusi alle 20 prosentin edellytys ei kuitenkaan sovellu esimerkiksi silloin, kun on laadittu esite niiden arvopapereiden tarjoamiseksi tai listaamiseksi, joihin oikeus osakkeisiin liittyy.

Poikkeus 3) liittyy tilanteisiin, joissa arvopaperit saadaan muuntamalla tai vaihtamalla muita arvopapereita, omia varoja tai hyväksyttäviä velkoja kriisinratkaisuviranomaisen käytettyä tiettyjä valtuuksiaan.

² Asetuksen myötä esitevelvollisuuden raja on kansallisessa lainsäädännössä mahdollista asettaa 1 000 000–8 000 000 euron välille (laskettuna 12 kuukauden ajalta).

³ Finanssivalvonnan Markkinat 2/2017 -tiedote:

http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Markkinat/Documents/Markkinat_2_2017.pdf

Lainsäädäntö ja hallinto/Yrityslainsäädäntö
Santeri Suominen

5.9.2017

Asetuksen tavoitteet ovat kannatettavia

Esiteasetuksella tavoitellaan EU:n komission mukaan sijoittajansuojan ja markkinoiden tehokkuuden varmistamista sekä samalla pääoman sisämarkkinoiden vahvistamista. Tavoitteena on vähentää hallinnollista taakkaa erityisesti pk-yritysten ja muiden pienten liikkeeseenlaskijoiden keskuudessa sekä keventää voimassaolevaa EU-esitettä koskevaa sääntelyä. Näillä muutostoimenpiteillä komissio katsoo olevan pääomakustannuksia alentavia ja tämän myötä pääoman saatavuutta parantavia vaikutuksia Euroopan talousalueella. Lisäksi arvopapereista annettavan sijoittajainformaation laadun odotetaan parantuvan, sillä esitteen tärkeille osioille annetaan entistä tarkempia sisältövaatimuksia ja esitteissä olevaa epärelevanttia tietoa karsitaan.

Arviointia

EK kannattaa edellä kuvattuja tavoitteita ja niiden edistämistä EU:n pääomamarkkinaunionin yhteydessä. Tavoitteiden toteutuminen edistäisi kasvuyritysten tarvitsemien pääomien saatavuutta. On myös hyvä, jos esiteasetus osaltaan yhtenäistää arvopapereiden tarjoamiseen liittyviä käytäntöjä Euroopassa, vaikkakin on muistettava, että asetuksessa määritellyt esiteraja-arvot ja vaadittavat tiedonantovelvoitteet sijoittajia kohtaan voivat vaihdella eri jäsenmaissa hyvin paljon, mikä voi aiheuttaa jäsenvaltioiden rajat ylittävälle sijoittajille selvitystaakkaa.

EK katsoo, että esiteasetus tuskin merkittävästi edesauttaa em. kannatettavien tavoitteiden toteutumista käytännössä suomalaisilla arvopaperimarkkinoilla. Kuten olemme aiemmin esiteasetuksen ja pääomamarkkinaunionin käsittelyn vaiheissa todenneet, esiteasetuksesta puuttuu riittävän kunnianhimoinen esitesääntelyn uudistamispyrkimys. Lisäksi on valitettavaa, että komission alkuperäiseen esiteasetusehdotukseen sisältyneet eräät kannatettavat ja hyvät elementit karsiutuivat asetuksen hyväksymisneuvotteluissa EU:n toimielimissä, eivätkä näin ollen sisälly nyt voimassa olevaan esiteasetukseen.

EK arvioi, ettei esiteasetus kokonaisuudessaan olennaisesti paranna sijoittajainformaation laatua ja siten lisää esitteen käyttöä sijoittajien keskuudessa vartenotettavan tiedon lähteenä, vaan esitesääntelyn perusongelmana säilynee edelleen esitteiden sisällöllinen laajuus ja vaikeaselkoisuus.

Sijoittajainformaation osalta on tässä yhteydessä todettava, että EU:n MAR-asetuksen (596/2014/EU *Market Abuse Regulation*) voimaantulo vuonna 2016 heinäkuussa heikensi tosiasiallisesti sijoittajainformaation laatua arvopaperimarkkinoilla fragmentoimalla pörssitiedottamista ja moninkertaistamalla pörssitiedottamisen volyymia, kuten lausunnossa jäljempänä tarkemmin eritellään.

Lainsäädäntö ja hallinto/Yrityslainsäädäntö
Santeri Suominen

5.9.2017

Emme myöskään näe, miten tilanteet, joissa liikkeeseenlaskija on jo listautunut ja hankkii lisäpääomaa, tulisivat asetuksen myötä olennaisesti helpottumaan esimerkiksi listayhtiöltä edellytettävän hallinnollisen taakan alenemisen muodossa.

Kansallinen liikkumavara

Esiteasetukseen sisältyy vain vähän kansallista liikkumavaraa (ns. jäsenvaltio-optiot), joka koskee esitepoikkeusta eli vapautusta esitteen julkaisemisvelvollisuudesta ja tähän mahdollisesti liitetyistä muista tiedonantovelvoitteista. Lisäksi kansallisesti säädetään osin Finanssivalvonnan valtuuksista ja sanktioista.

Esityksessä ehdotetaan säädettävän jäsenvaltio-option mahdollistamasta kansallisesta poikkeuksesta, jonka nojalla **liikkeeseenlaskija olisi tietyin edellytyksin vapautettu esitteen julkaisemisvelvollisuudesta, kun tarjouksen yhteenlasketut vastikkeet ovat korkeintaan kahdeksan miljoonaa euroa.**⁴ Jäsenvaltio-option täysimääräisen käyttöönoton perusteena on esityksessä todettu pk-yritysten rahoituksen saatavuuden parantaminen.

EK pitää esitystä erittäin hyvänä ja perusteltuna ratkaisuna. Lisäksi esityksen perustelut ovat nähdäksemme oikeansuuntaiset: esiteraja-arvon noston arvioidaan keventävän pienten liikkeeseenlaskujen aiheuttamaa hallinnollista taakkaa ja täten mahdollisesti lisäten alle 8 000 000 euron arvoisten liikkeeseenlaskujen mielekkyyttä. Esiteraja-arvon korotuksen nähdään vaikuttavan myönteisesti erityisesti pieniin liikkeeseenlaskijoihin, jotka tässä kokoluokassa laskevat liikkeeseen arvopapereita yleisölle monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä, kuten First North.

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.** EK pitää ratkaisua pidättäytyä kansallisesta lisäsääntelystä tältä osin kannatettavana ja perusteltuna. Sen sijaan

⁴ Ehdotuksessa nykyinen kynnysarvo 2 500 000 miljoonan euron alarajasta ehdotetaan poistettavaksi, ja se vastaa tällä hetkellä AML:n nykyisen 4 luvun 3 §:ää. Kansallinen esite, josta säädetään valtiovarainministeriön asetuksessa arvopaperimarkkinalain 3—5 luvussa tarkoitetuista esitteistä, ehdotetaan kumottavaksi ja korvattavan Finanssivalvonnan määräyksenantovaltuudella. Nykyistä ylintä kynnysarvoa 5 000 000 miljoonaa euroa ehdotetaan korotettavan 8 000 000 miljoonaa euroon, jonka ylittyessä liikkeeseenlaskijan tulee vasta laatia esiteasetuksessa säädetty esite (esiteasetuksen 6 artikla).

Lainsäädäntö ja hallinto/Yrityslainsäädäntö
Santeri Suominen

5.9.2017

huomautamme, että emme pidä hyvänä esiteasetuksessa omaksuttua miljoonan euron kynnysarvoa, joka Suomen markkinoilla merkitsee raja-arvon madaltamista nykyisestä 2,5 miljoonasta eurosta 1 miljoonaan: tämä rajan alentaminen on heikosti perusteltavissa yritysrahoituksen ja vaihtoehtoisten rahoitusmuotojen kehittymisedellytysten kannalta.

EK pitää perusteltuna ratkaisuna esityksessä ehdotettua julkisille markkinoille listautuneiden yritysten mahdollisuutta hyödyntää **yksinkertaistettua esitettä** kun ne laskevat liikkeeseen lisää osakkeita tai hankkivat lisää velkarahoitusta: usein arvopapereita liikkeeseen laskevat yritykset voivat käyttää yleistä rekisteröintiasiakirjaa, jolloin niihin sovelletaan lyhyempää esitteen hyväksymisaikaa Finanssivalvonnan toimesta.

Sijoittajansuoja säilyy riittävällä tasolla

Katsomme, että esityksessä todettu huoli esiteraja-arvon noston mahdollisista heikentävistä vaikutuksista sijoittajien tietojensaantiin esiteraja-arvon alle jäävissä liikkeeseenlaskuissa on liioiteltu. Esityksen mukaan esitetyn esiteraja-arvon nosto 8 000 000 euroon voidaan nähdä huonontavan sijoittajansuojaa, koska sijoittajat eivät enää saa esitteen muodossa tietoja alle 8 000 000 euron kokoisista liikkeeseenlaskuista. Katsomme kuitenkin, että liikkeeseenlaskijan säännöllinen ja jatkuva tiedonantovelvoite sekä arvopaperimarkkinalaissa säädetyt muut erityiset tiedonantovelvollisuudet takaavat tarpeellisen sijoittajansuojan tason vastaisuudessaakin.

Lisäksi esitys pyrkii turvaamaan sijoittajansuojaa **antamalla Finanssivalvonnalle määräyksenantovaltuudet** antaa tarkempia ohjeita esiteraja-arvon alle jäävistä liikkeeseenlaskuista. Tältä osin on todettava, että mainitut määräyksenantovaltuudet eivät saisi tehdä tyhjäksi nyt esitettävän esitesääntelyn kevennyksiä esiteraja-arvon korottamisessa. Pidämme tärkeänä, että esitesääntely ei muodostu tulevaisuudessa nykyisten vaatimusten tasoa kireämmäksi.

MAR:n mukainen johtohenkilöiden transaktioista pörssitiedottaminen heikentänyt sijoittajainformaation laatua

MAR:n 19 artiklan⁵ myötä volyymiltaan moninkertaistunut pörssitiedottaminen on johtanut sijoittajan markkinainformaation laadun heikkene-

⁵ MAR 19 artikla käytännössä velvoittaa liikkeeseenlaskijan johtohenkilöitä ja heidän lähipiiriään 1) ilmoittamaan liikkeeseenlaskijalle ja Finanssivalvonnalle kyseisen liikkeeseenlaskijan osakkeilla, vieraan pääoman ehtoisilla välineillä, johdannaisilla tai muilla rahoitusvälineillä tekemänsä liiketoimet. Liiketoimet on ilmoitettava viipymättä ja viimeistään kolmen (3) työpäivän kuluessa liiketoimen toteuttamisesta. Liiketoimien ilmoitusvelvollisuus kohdistuu kaikkiin liiketoimiin sen jälkeen, kun 5 000 euron kokonaismäärä on saavutettu kalenterivuoden aikana. Lisäksi liikkeeseenlaskijan on 2) julkistettava tiedot johtohenkilön tai heidän lähipiirinsä liiketoimista viipymättä ja viimeistään kolmen (3) työpäivän kuluessa liiketoimesta. Johdon/lähipiirin liiketoimien julkistamisen tulee tapahtua pörssitiedottamista vastaavalla tavalla. Liikkeeseenlaskija voi hyödyntää tiedotteen muodostamisessa Finanssivalvonnalle raportoituja lomaketietoja. Tiedotteen tekninen muodostaminen lomaketiedoista riippuu yhtiön käyttämästä tiedotejakelupalvelusta. Suomessa julkistettavat tiedot tulee toimittaa Nasdaq Helsinki Oy:n ylläpitämään tiedotevaras-

Lainsäädäntö ja hallinto/Yrityslainsäädäntö
Santeri Suominen

5.9.2017

miseen arvopaperimarkkinoilla. Johdon liiketoimia koskevilla ilmoituksilla, jotka liikkeeseenlaskija julkaisee pörssitiedotteella, on vähemmän signalointiarvoa sijoittajakunnalle, kuin ennen MAR:n voimaantuloa sovelletussa järjestelmässä. MAR:n mukainen julkistamiskäytäntö on heikentänyt sijoittajien mahdollisuuksia hahmottaa kokonaiskuva kunkin liikkeeseenlaskijan johtohenkilön omistuksista liikkeeseenlaskijassa.

MAR:n myötä ilmoitusvelvollisuuden määräaika ensinnäkin lyheni lain aiemmin edellyttämästä seitsemästä päivästä kolmeen työpäivään. Toiseksi ilmoitusvelvollisuuden kohteena olevien rahoitusvälineiden ja liiketoimien joukko laajeni MAR:n myötä entisestä, sillä MAR:n mukaan ilmoitettaviin liiketoimiin kuuluvat myös rahoitusvälineiden panttaus tai lainaus, omaisuudenhoidon piirissä toteutetut liiketoimet sekä tietyt henkivakuutusten yhteydessä toteutetut liiketoimet. Joukkovelkakirjalainojen liikkeeseenlaskijat sekä muun muassa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevat yhtiöt (Suomessa ns. First North -yhtiöt) kuuluvat MAR 19 artiklan soveltamisalaan.

Edellä kuvattujen sääntelylaajennusten johdosta sijoittajakunnan informaationsaanti on tosiasiallisesti heikentynyt. Lisäksi MAR on heikentänyt liikkeeseenlaskijoiden johtohenkilöiden sitoutumista liikkeeseenlaskijan osakkeilla tai muilla rahoitusvälineillä tapahtuvaan kannustavaan palkitsemisjärjestelmään. On myös tosiasia, että johtohenkilöt ovat jättäneet jossain määrin tiettyjä transaktioita toteuttamatta MAR:n voimaantulon jälkeen minimoidakseen uudesta pörssitiedottamisesta koituva sijoittajia turhaan hämmentävää julkisuutta.⁶ Sijoittajat ovat kokeneet, että MAR:n mukaisen pörssitiedottamisen myötä liikkeeseenlaskijan näkymiin aidosti vaikuttavat pörssitiedotteet hukkuvat johtohenkilöiden transaktioraportointiin liittyvien pörssitiedotteiden alle.

On lisäksi selvää, että MAR:n myötä lisääntynyt pörssitiedottaminen on aiheuttanut liikkeeseenlaskijoille ja johtohenkilöille ylimääräistä hallinnollista taakkaa. EK on aiemmin EU:n pääomamarkkinaunioniin liittyvän puolivälikonсультаation yhteydessä esittänyt EU:n komissiolle toimenpiteisiin ryhtymistä MAR-sääntelyn korjaamiseksi tältä osin.

Lopuksi

Katsomme, että hallituksen esityksen vaikutusarviointeja tulisi täydentää MAR-asetuksen vaikutusten osalta siltä osin kuin kyse on sijoittajainformaation laadun kehittymisestä arvopaperimarkkinoilla, sillä nyt

toon. Liiketoimien julkistamisessa tulee käyttää tiedoteluokkaa ”Johdon liiketoimet”. Liikkeeseenlaskijan tulee pitää liiketoimia koskevat julkistetut tiedot saatavilla internetsivuillaan 5 vuoden ajan.

⁶ Erityisesti johtohenkilöiden kannustimet tuskin muuttuvat myönteisimmiksi esitetyn esitesääntelyn muuttamisen johdosta ainakaan siinä määrin, että niistä mahdollisesti aikanaan saadut hyödyt ylittäisivät MAR:sta aiheutuvat haitalliset vaikutukset johtohenkilöiden sitoutumiseen liikkeeseenlaskijaan.

Lainsäädäntö ja hallinto/Yrityslainsäädäntö
Santeri Suominen

5.9.2017

esityksestä voi saada kokonaisuudessaan jossain määrin harhaanjohtavan käsityksen markkinoiden tilan viimeaikaisesta kehityksestä.

Kunnioittavasti

Elinkeinoelämän keskusliitto EK
Lainsäädäntö ja hallinto

Hannu Rautiainen
johtaja