



8.8.2017

VM luonnos 10.7.2017

Liitelait MiFID II HE:een

VM on pyytänyt Elinkeinoelämän keskusliitto EK:lta lausuntoa otsikkoasiassa. EK lausuu asiassa seuraavan.

1 Arvo-osuusjärjestelmään kuuluvat osakkeet ja osuudet **1.1 Yleiset huomiot**

HE:ssä ehdotetaan säädettäväksi laissa arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetun lain muuttamisesta ns. listaamattoman suomalaisen osakeyhtiön osakkeiden liittämiskiellosta ulkomaiseen arvo-osuusjärjestelmään.¹

EK suhtautuu esitykseen monin osin kielteisesti. Esityksen perustelut ja vaikutusten arvioinnit – erityisesti kasvuyritysrahoituksen hankintaan ja saatavuuteen sekä erilaisiin listautumisvaihtoehtoihin – ovat esityksessä puutteelliset tai ovat kokonaan selvittämättä.

EK katsoo, että asiassa olisi tehtävä kattava ja huolellinen EU-oikeudellinen arvio esitetyn sääntelyn unionioikeudellisesta sallittavuudesta. EK:n näkemyksen mukaan esitys voi olla lähtökohtaisesti EU-oikeuden vastainen useallakin perusteella. Lisäksi esitys voi olla ongelmallinen perustuslaillisen elinkeinovapauden suhteen, mitä kysymystä olisi esityksessä myöskin erikseen arvioitava. Esitys on myös risiiridassa EU:n pääomamarkkinaunionin tavoitteiden ja Suomen hallitusohjelmakirjausten kanssa heikentäessään kasvuyritysten rahoitusmahdollisuuksia.

Esitystä ei tule EK:n mielestä antaa eduskunnalle ilman perusteellista jatkovalmistelua.

1.2 Yksityiskohtaiset huomiot ja vaikutukset yritysrahoitukseen

Lakiehdotuksen (laiksi arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta) 6:8 §:ssä esitetään EU:n arvopaperikeskusasetusta koskevan HE-

¹ Esitystä perustellaan eduskunnan vastauksella EV 44/2017 vp hallituksen esitykseen eduskunnalle laiksi arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta ja eräiksi siihen liittyviksi laeiksi (HE 28/2016 vp).

Lainsäädäntö ja hallinto/Yrityslainsäädäntö
Santeri Suominen

8.8.2017

ponnen mukaisesti, että listaamattomien osakeyhtiöiden osakkeita ei saisi jatkossa liittää ulkomaiseen arvo-osuusjärjestelmään: *”Yhtiöt, joiden osakkeella ei käydä kauppaa kauppapaikalla: Jos edellä 1 §:ssä tarkoitetun osakeyhtiön osakkeilla ei käydä kauppaa rahoitusvälineiden kaupankäynnistä annetun lain 1 luvun 2 §:n 1 momentin 13 kohdassa tarkoitetulla kauppapaikalla, ei osakkeita saa liittää ulkomaiseen arvo-osuusjärjestelmään.”*

Esitystä ei juurikaan perustella muutoin kuin em. eduskunnan hyväksymällä ponnella, jonka mukaan eduskunta edellytti, että hallitus ryhtyy viipymättä valmistelemaan lainsäädäntöä, jonka nojalla kielletään suomalaisen listaamattoman osakeyhtiön osakkeiden liittäminen ulkomaiseen arvo-osuusjärjestelmään.

Sen sijaan EK ei pidä asian kannalta relevanttina perusteluna esityksen perustelua siltä osin, että EU:n arvopaperikeskusasetuksen mukaan liikkeeseenlaskijan valintaoikeus koskee vain listattuja yhtiöitä eli yhtiöitä, joiden liikkeeseen laskemilla arvopapereilla käydään kauppaa kauppapaikoilla (APK-asetuksen 49 artikla). Perustelu ei poista tai lievennä esitykseen liittyviä *listaamattomia* osakeyhtiöitä koskevia ongelmia. Vaikka arvopaperikeskusasetuksen puolesta asiasta voidaan sinänsä säätää kansallisessa lainsäädännössä, esitetty kieltö voi muutoin olla EU-oikeuden vastainen, kuten myöhemmin tässä lausunnossa tuodaan esille.

Edelleen esityksessä todetaan, että Suomessa toimivan arvopaperikeskuksen ylläpitämään arvo-osuusjärjestelmään on nykyään mahdollista liittää myös sellaisia arvo-osuuksia, joilla ei käydä kauppaa kauppapaikoilla. Tällöin esityksen mukaan esitetty kieltö kohdistuisi eduskunnan em. edellyttämällä tavalla ainoastaan ns. listaamattomiin yhtiöihin, joiden osakkeet on liitetty arvo-osuusjärjestelmään Suomessa. Jos yhtiön osakkeella ei käydä kauppaa kauppapaikoilla, ei osakkeita ole esityksen mukaan arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetun lain 5 luvun 2 §:n mukaan pakko liittää arvo-osuusjärjestelmään.

EK pitää esitystä hyvin ongelmallisena. Esitys todennäköisesti vaikeuttaisi merkittävästi arvopaperikeskusasetuksen tarkoittaman valinnanvapauden tosiasiallista käyttämistä ja suomalaisten yritysten kasvurahoituksen hankkimista. Listautuminen on tyypillisesti pitkäkestoinen prosessi, johon valmistautuminen tai varautuminen aloitetaan usein kauan ennen lopullisen, virallisen listautumispäätöksen tekemistä. Osakeyhtiön osakkeiden sähköinen rekisteröinti on tyypillisesti osa tätä valmistautumista.² Esitetty kieltö johtaisi siihen, että valmistautumista ei

² EK käsityksen mukaan arvo-osuusjärjestelmään on tälläkin hetkellä liitetty useita listaamattomia osakkeita usean osakeyhtiön toimesta. Ilman nyt esitettävää sääntelyä EU:n arvopaperikeskusasetuksen voimaantulon myötä myös suomalainen listaamaton yhtiö saisi valita sen arvopaperikeskuksen, jossa se haluaa osakkeensa laskea liikkeeseen, Suomessa tai ETA-alueella, käytiin sen arvo-osuuksilla kauppaa kauppapaikoilla tai ei. Toisin sanoen listaa-

Lainsäädäntö ja hallinto/Yrityslainsäädäntö
Santeri Suominen

8.8.2017

voitaisi toteuttaa lopullisen listautumissuunnitelman mukaisesti, mikäli yhtiö haluaa liittää osakkeet ulkomaiseen arvopaperikeskukseen. Jos HE:n mukainen esitys hyväksyttäisiin, se johtaisi tilanteeseen, jossa listautumista etukäteen valmisteleva yhtiö joutuisi tässä tilanteessa vaihtamaan arvopaperikeskusta listautumisen yhteydessä, mikä olisi käytännössä omiaan johtamaan yhtiön valinnanvapauden tosiasialliseen rajoittumiseen listautumisen yhteydessä.

Esimerkkitalanne a): suomalainen osakeyhtiö listautuu Helsingin pörssissä, mutta haluaa valita ulkomaisen arvopaperikeskuksen ja **esimerkkitalanne b)**, jossa suomalainen osakeyhtiö haluaa listautua amerikkalaiseen pörssiin (esim. Nasdaqiin), jolloin sen olisi käytännössä esityksen valossa pakko liittyä suomalaiseen arvo-osuusjärjestelmään, vaikka suomalainen arvo-osuusjärjestelmä ei tue kyseisessä pörssissä tehtyjen kauppajen selvitystä.

Esimerkkitalanteen c) tarjoaa kasvurahoituksen näkökulmasta joukkorahoitus, jota hankittaessa voi toisinaan olla tarkoituksenmukaista rekisteröidä osakkeet sähköisesti. Tällöinkään esityksen valossa ei olisi mahdollista valita ulkomaista arvopaperikeskusta.

EK pitää esityksen ilmaisua ”kauppapaikka” käsitteenä riittämättömänä ja tulkinnanvaraisena. Käsite ”kauppapaikka” pitää sisällään myös ns. organisoidut kaupankäyntijärjestelmät, joilla ei saa käydä kauppaa osakkeilla.

On selvää, että ainakin listautumisprosessiin liittyvät edellä kuvatut esityksen ongelmallisuudet on poistettava jatkovalmistelussa.

1.3 Esityksen perustuslailliset ja EU-oikeudelliset ongelmat

Esityksessä on selvittämättä ne mahdolliset säätämisyjärjestykseen liittyvät ongelmat, joita esitys mahdollisesti aiheuttaa **1) elinkeinovapaudelle**, johon voi katsoa sisältyvän periaate, jonka mukaan yrityksellä on oikeus valita yhtiömuotonsa, jonka mukaan se haluaa toimintansa organisoida.

Lisäksi esityksen kieltoa tulisi arvioida eräiden EU-oikeuden perusperiaatteiden tavoitteiden ja unionin oikeuskäytännön valossa. **2) Pääomien vapaan liikkuvuuden** periaatteen eräs ulottuvuus on yritysrahoituksen turvaaminen, mikä lähtökohtaisesti vaarantuu esityksessä. Lisäksi esitystä on lähtökohtaisesti pidettävä ongelmallisena **3) sijoittumisvapauden** (etabloitumisoikeus) kannalta, sillä EU:ssa yhtiöillä on oikeus valita kotipaikkansa ja siirtää sitä myöhemmin. Lisäksi **4) unionioikeuden yleinen syrjimättömyysperiaate** esim. maantieteelli-

maton yhtiö voi/voisi valita, missä sen osakkeista ja osakkeenomistajista pidetään luettelo: kysymys voisi olla osakerekisterin konkreettisen pidon ulkoistamisesta vaikkapa tilitoimiston hoidettavaksi.

Lainsäädäntö ja hallinto/Yrityslainsäädäntö
Santeri Suominen

8.8.2017

sen sijainnin tai kansalaisuuden perusteella on EK:n näkemyksen mukaan seikka, joka tulisi arvioida esityksessä ennakkollisesti. Esityksen mukaan suomalaisille listaamattomille yhtiöille voisi käytännössä tarjota osakkeiden liittämistä arvo-osuusjärjestelmään vain suomalainen palveluntarjoaja, eikä tällaisen rajoituksen syytä ole mitenkään perusteltu.

Kaikkiaan EK pitää esitystä valitettavana suomalaisten yritysten kasvurahoitusmahdollisuuksien kehittymisen kannalta. EU-oikeudessa jäsenvaltioilla on toki lähtökohtaisesti oikeus säädellä aineellista yhtiöoikeuttaan ja yhtiöön yleisesti sovellettava aineellinen sääntely ratkeaa kotipaikan lainsäädännön mukaan. Tällöinkin jäsenvaltion lainsäädännön asettamat rajoitukset ja vaatimukset voivat kuitenkin olla lähtökohtaisesti ristiriidassa unionin perusperiaatteiden kanssa.

Rajoitusmenettelyjen tulee unionioikeudessa olla tehokkaita ja oikeassa suhteessa niillä tavoiteltavaan päämäärään nähden. Esim. pääomien vapaata liikkuvuutta ei saa rajoittaa enempää kuin on välttämättä tarpeen tavoiteltavan päämäärän saavuttamiseksi.³ Unionin tuomioistuimien vahvistanut oikeuskäytännössä tiukat edellytykset, jotka esimerkiksi kaikkien sijoittautumisvapauden rajoitusten tulee täyttää.

EUTI:n mukaan kansallisten toimenpiteiden, jotka voivat haitata perustamissopimuksessa taattuja oikeuksia tai tekevät näiden vapauksien käyttämisestä vähemmän houkuttelevaa, on täytettävä neljä edellytystä: 1) niitä on sovellettava ilman syrjintää, 2) ne on voitava perustella yleiseen etuun liittyvillä pakottavilla syillä, 3) niiden on oltava omiaan takaamaan niillä tavoiteltavan päämäärän toteutuminen 4) eikä niillä saa puuttua perusvapauteen enempää kuin on päämäärän saavuttamiseksi tarpeen.

2 Muut liitelait

Muilta osin EK:lla ei ole huomautettavaa hallituksen esitysten johdosta.

Kunnioitavasti

Elinkeinoelämän keskusliitto EK

³ Esimerkiksi *kaikki* pääomien vapaata liikkuvuutta koskevat rajoitukset ovat *lähtökohtaisesti* kiellettyjä EU-oikeudessa. SEUT 63 artiklalla on vieläpä välitön oikeusvaikutus, joten yksityinen voi vedota SEUT 63 artiklaan jäsenvaltiota vastaan. Pääomien vapaan liikkuvuuden kiellettynä rajoituksena pidetään oikeuskirjallisuudessa esim. sellaisia kansallisia säännöksiä, joiden vuoksi toisessa valtiossa asuvat henkilöt ovat vähemmän halukkaita tekemään sijoituksia jäsenvaltioon tai joiden vuoksi kyseisessä jäsenvaltiossa asuvat henkilöt ovat vähemmän halukkaita tekemään niitä muissa valtioissa.

ELINKEINOELÄMÄN KESKUSLIITTO EK

LAUSUNTO

5 (5)

Lainsäädäntö ja hallinto/Yrityslainsäädäntö
Santeri Suominen

8.8.2017

Hannu Rautiainen
Johtaja