



Euroopan unionin
neuvosto

Bryssel, 30. toukokuuta 2018
(OR. en)

Toimielinten välinen asia:
2018/0165 (COD)

9402/18
ADD 2

EF 149
ECOFIN 500
CODEC 869

SAATE

Lähtettäjä:	Euroopan komission pääsihteerin puolesta Jordi AYET PUIGARNAU, johtaja
Saapunut:	25. toukokuuta 2018
Vastaanottaja:	Jeppe TRANHOLM-MIKKELSEN, Euroopan unionin neuvoston pääsihteerin
Kom:n asiak. nro:	SWD(2018) 244 final
Asia:	KOMISSION YKSIKÖIDEN VALMISTELUASIAKIRJA TIIVISTELMÄ VAIKUTUSTEN ARVIOINNISTA Oheisasiakirja ehdotukseen EUROOPAN PARLAMENTIN JA NEUVOSTON ASETUKSEKSI asetusten (EU) N:o 596/2014 ja (EU) 2017/1129 muuttamisesta pk-yritysten kasvumarkkinoiden käytön edistämisen osalta

Valtuuskunnille toimitetaan oheisena asiakirja SWD(2018) 244 final.

Liite: SWD(2018) 244 final



Bryssel 24.5.2018
SWD(2018) 244 final

KOMISSION YKSIKÖIDEN VALMISTELUASIAKIRJA

TIIVISTELMÄ VAIKUTUSTEN ARVIOINNISTA

Oheisasiakirja

ehdotukseen EUROOPAN PARLAMENTIN JA NEUVOSTON ASETUKSEKSI

**asetusten (EU) N:o 596/2014 ja (EU) 2017/1129 muuttamisesta pk-yritysten
kasvumarkkinoiden käytön edistämisen osalta**

{COM(2018) 331 final} - {SEC(2018) 247 final} - {SWD(2018) 243 final}

Vaikutustenarvioinnin tiivistelmä

Vaikutustenarviointi: pk-yritysten kasvumarkkinoiden käytön edistäminen

A. Toimenpiteen tarve

Miksi toimenpide toteutetaan? Mihin ongelmaan puututaan?

Aloite on keskeinen osa pääomamarkkinaunionin työohjelmaa, ja sillä pyritään helpottamaan pienten ja keskisuurten yritysten (pk-yritysten) mahdollisuuksia päästä julkisille pääomamarkkinoille. Tavoitteena on erityisesti keventää liiallista hallinnollista raskautta, joka kohdistuu pk-yrityksiin, kun ne listautuvat tai laskevat liikkeeseen osakkeita ja joukkovelkakirjoja. Lisäksi aloitteella halutaan parantaa likviditeettiä pk-yritysten kasvumarkkinoilla. [Pk-yritysten kasvumarkkinat ovat uudentyypisiä monenkeskisiä kaupankäyntijärjestelmiä, jotka on luotu direktiivillä 2014/65/EU (rahoitusmarkkinadirektiivi II eli MiFID II).]

EU:n nykyisissä sääntöissä annetaan vain joitakin helpotuksia pk-kasvumarkkinoiden liikkeeseenlaskijoille, ja sääntöjen aiheuttamat kustannukset ovat niiden kannalta kohtuuttoman suuret. Tämä koskee erityisesti markkinoiden väärinkäyttöasetuksessa (EU) N:o 596/2014 vahvistettuja lähestymistapoja, joita sovelletaan samalla tavalla yrityskoosta riippumatta. Kustannustaakka vähentää halukkuutta laskea liikkeeseen oman tai vieraan pääoman ehtoisia rahoitusvälineitä julkisilla markkinoilla. Lisäksi pk-yritysten osakkeiden likviditeetti on heikko. Tämä lisää sijoittajiin kohdistuvia likviditeetti- ja volatiliiteettiriskejä, mikä puolestaan alentaa osakkeiden arvoa. Lisäksi vieraan pääoman ehtoisia rahoitusvälineitä liikkeeseen laskevien pk-yritysten nykyinen määritelmä (pk-yritysten kasvumarkkinoiden yhteydessä) ja vaatimus, jonka mukaan niiden on laadittava puolivuotiskertomus, hankaloittavat merkittävästi markkinoiden ylläpitäjien toimintaa ja estävät vieraan pääoman ehtoisia rahoitusvälineitä liikkeeseen laskevia pk-yrityksiä hyödyntämästä jo käytössä olevia sekä tässä aloitteessa kaavailtuja helpotuksia.

Mitä toimenpiteellä on tarkoitus saada aikaan?

Aloitteen odotetaan vähentävän listattujen pk-yritysten hallintokustannuksia ja parantavan pk-yritysten kasvumarkkinoiden likviditeettiä. Aloite kuuluu pääomamarkkinaunionia koskevaan työohjelmaan, joka sisältää sääntely- ja muita toimia, ja sillä halutaan lisätä julkisten markkinoiden houkuttelevuutta ja parantaa pk-yritysten rahoituksen saantia. Tämä vähentää pk-yritysten riippuvuutta pankkirahoituksesta ja lisää siten niiden kykyä selviytyä talouden häiriöistä ja hyödyttää taloutta laajemminkin.

Mitä lisäarvoa saadaan toimenpiteen toteuttamisesta EU:n tasolla?

Koska jäsenvaltiot eivät juurikaan voi mukauttaa rahoitusmarkkinadirektiivi II:n, markkinoiden väärinkäyttöasetuksen ja esiteasetuksen (EU) 2017/1129 säännöksiä paikallisiin olosuhteisiin, EU:n tason lainsäädäntötoimi on ehdottomasti tarpeen, jotta voidaan vähentää pk-yritysten kasvumarkkinoiden liikkeeseenlaskijoille kyseisistä EU:n säädöksistä aiheutuvaa hallinnollista raskautta. Mitä tulee likviditeetin tarjoamista haittaaviin sääntelyesteisiin, EU:n toimenpiteen taustalla on eri logiikka. Jäsenvaltiot voivat vahvistaa likviditeettisopimuksiin sovellettavia hyväksytyjä markkinakäytäntöjä, mutta vain neljä jäsenvaltiota on vahvistanut niitä. Toisin sanoen monessa jäsenvaltiossa potentiaalisilta pk-markkinoiden liikkeeseenlaskijoilta puuttuu oikeus tehdä likviditeettisopimuksia. Tämä pirstaloi sisämarkkinoita ja vääristää kilpailua, kun osalla liikkeeseenlaskijoista on oikeus tehdä likviditeettisopimus (ja siten varmistaa likviditeetti ja alentaa omia pääomakustannuksia) ja osalla tällainen mahdollisuus puuttuu. Yleisön hallussa olevien osakkeiden rajallisesta määrästä johtuva kaupankäynnin vähäisyys saattaa aiheuttaa sen, että sijoittajilla on kielteinen käsitys pk-yritysten kasvumarkkinoilla noteerattujen arvopapereiden likviditeetistä. Se voi myös heikentää näiden uusien kauppapaikkojen uskottavuutta ja houkuttelevuutta. EU:n tasolla tarvitaan toimia sen varmistamiseksi, että todettuihin EU:n säännöistä johtuviin ongelmiin puututaan asianmukaisesti ja että kyseisillä markkinoilla voidaan lisätä likviditeettiä.

B. Ratkaisut

Mitä lainsäädännöllisiä ja muita toimenpidevaihtoehtoja on harkittu? Onko jokin vaihtoehto arvioitu parhaaksi? Miksi?

Kaikissa tapauksissa perusvaihtoehtona oli se, ettei ehdoteta muutoksia sääntöihin, joita sovelletaan pk-yritysten kasvumarkkinoihin ja niillä toimiviin liikkeeseenlaskijoihin. Muilla toimenpidevaihtoehtojilla voidaan parantaa markkinaympäristöä ja edistää aloitteen tavoitteiden saavuttamista, mutta niitä ei pidetty tehokkaina välineinä erityisongelmien ratkaisemiseksi.

Parhaiksi arvioidut toimintavaihtoehdot yksilöitiin käyttämällä perusteina niiden vaikuttavuutta ja tehokkuutta, kun tavoitteena on i) vähentää pk-yritysten kasvumarkkinoiden liikkeeseenlaskijoille sääntösten noudattamisesta

aiheutuvia kustannuksia, ii) lisätä pk-yritysten kasvumarkkinoiden likviditeettiä ja samalla iii) säilyttää korkeatasoinen sijoittajansuoja ja markkinoiden luotettavuus. Parhaiksi arvioidut likviditeettiä koskevat sääntelymuutokset valittiin sen perusteella, miten hyvin niillä pystytään tosiasiallisesti parantamaan likviditeettiä ja säilyttämään samalla riittävä joustavuus, jotta ne voidaan räätälöidä paikallisen markkinaympäristön mukaan. Tämän pitäisi osaltaan parantaa niiden vaikuttavuutta. Analyysi osoitti, että paras lähestymistapa olisi toteuttaa likviditeettisopimuksia koskeva valinnainen EU-tason järjestelmä ja antaa, ilman tarkempia määräyksiä, pk-yritysten kasvumarkkinoille valtuudet soveltaa yleisön hallussa olevia osakkeita (free float) koskevia vähimmäisvaatimuksia.

Säännösten noudattamisesta aiheutuvien kustannusten vähentämisen kannalta parhaina pidetyt toimenpiteet valittiin sen mukaan, miten hyvin niillä pystytään karsimaan kustannuksia korkeatasoisesta markkinoiden luotettavuudesta tinkimättä. Eri vaihtoehtojen tarkastelussa päädyttiin siihen, että ehdotetaan teknisiä muutoksia, joilla jossakin määrin kevennetään tietojen ilmoittamisen soveltamisalaa ja vaadittua määräaikaista sekä tietojen kirjaamista koskevia velvoitteita, jotka johtuvat erityisesti markkinoiden väärinkäyttöasetuksesta. Lisäksi päätettiin antaa pk-yrityksille mahdollisuus käyttää kevennettyä "siirtymisesitettä", kun ne siirtyvät pk-yrityksen kasvumarkkinalta säännellylle markkinalle ("päämarkkinalle").

Mitkä toimijat kannattavat mitäkin vaihtoehtoa?

Sidosryhmien kuulemisessa ja aiemmillä lausuntokierroksilla vastaajat kannattivat laajasti sääntelymuutoksia, joilla helpotetaan pk-yritysten pääsyä julkisille pääomamarkkinoille. Sidosryhmät huomauttivat erityisesti, että markkinoiden väärinkäyttöasetuksen mukainen yleiskattava lähestymistapa aiheuttaa kohtuutonta räsitusta pienemmille liikkeeseenlaskijoille. Liikkeeseenlaskijat, pörssit ja välittäjät edellyttivät yleensä kohdennettuja helpotuksia, joilla pienennetään hallintokustannuksia erityisesti johtohenkilöiden liiketoimien, sisäpiiriluetteloiden ja sisäpiiritiedon julkistamisen osalta. Myös jäsenvaltiot kannattivat tällaisia toimia mutta totesivat kuitenkin, ettei mahdollisilla muutoksilla pitäisi aiheuttaa haitallisia vaikutuksia markkinoiden luotettavuuteen. Sidosryhmät kannattivat samoin myös kevennetyn "siirtymisesitteen" käyttöönottoa.

Määritelmämuutosten tapauksessa sidosryhmät olivat laajalti sillä kannalla, että muutetaan määritelmää, joka koskee pk-yrityksiä, jotka laskevat liikkeeseen vieraan pääoman ehtoisia rahoitusvälineitä. Vastauksissa suhtauduttiin vähemmän myönteisesti pk-yritysten kasvumarkkinoiden yleismääritelmään. Monet sidosryhmät ilmoittivat kannattavansa markkina-arvolle asetetun raja-arvon nostamista, kun taas osa sidosryhmistä piti tällaista toimenpidettä enenaikaisena. Tämän palautteen ja lisäanalyysin perusteella parhaana vaihtoehtona pidetään nykyisen tilanteen säilyttämistä ennallaan pk-yritysten kasvumarkkinoiden määritelmän osalta (lukuun ottamatta vieraan pääoman ehtoisia rahoitusvälineitä liikkeeseen laskevien pk-yritysten määritelmää).

Likviditeetin lisäämiseen tähtävien toimenpiteiden osalta monet markkinatoimijat tunnustivat likviditeettisopimusten edut. Suuri osa vastaajista, jotka ottivat tähän kysymykseen kantaa, piti EU:n kehysten luomista suotavana. Toisaalta monet korostivat, että on tarpeen säilyttää tietty joustovara, jotta tällaisia sopimuksia voidaan mukauttaa paikallisiin olosuhteisiin. Jotkin kansalliset toimivaltaiset viranomaiset ilmoittivat pelkäävänsä, että tällaiset käytännöt saattavat johtaa manipulointiin hinnoittelukäyttäytymiseen. Muut kansalliset toimivaltaiset viranomaiset eivät kuitenkaan nähneet aiheutta huoleen, kunhan kehystä kalibroidaan manipuloinnin estämiseksi, kuten nykyisissä hyväksytyissä markkinakäytännöissä on tehty. Yleisön hallussa olevia osakkeita (free float) koskeviin vaatimuksiin liittyvä toimenpide sai niin puoltavia kuin vastustaviakin kannanottoja vastaajilta.

C. Parhaaksi arvioidun vaihtoehdon vaikutukset

Mitkä ovat parhaaksi arvioidun vaihtoehdon hyödyt (jos parhaaksi arvioitua vaihtoehtoa ei ole, päävaihtoehtojen hyödyt)?

Markkinoiden väärinkäyttöasetuksen tapauksessa parhaiksi arvioidut vaihtoehdot ovat tasapainoisia ratkaisuja, sillä niissä vähennetään pk-yritysten listautumisen aiheuttamia hallintokustannuksia ja säilytetään samalla korkeatasoinen markkinoiden luotettavuus. Toisaalta niiden avulla vältytään huomattavalta kustannusten nousulta kansallisissa talousarvioissa ja EU:n talousarviossa. Likviditeettiä koskevilla toimenpiteillä varmistetaan, että liikkeeseenlaskijoilla on mahdollisuus parantaa osakkeidensa likviditeettiä tekemällä likviditeettisopimuksia. Toimenpiteiden yhteydessä kansallisilla toimivaltaisilla viranomaisilla on riittävän joustavat mahdollisuudet räätälöidä markkinakäytännöt paikallisten olosuhteiden mukaan. Yleisön hallussa olevia osakkeita koskevan vaatimuksen osalta markkinoiden ylläpitäjillä on yhtä joustavat kalibroitamismahdollisuudet. Kaavailtu "siirtymisesite" tuo huomattavia kustannussäästöjä liikkeeseenlaskijoille, jotka siirtyvät pääomamarkkinoille, ja varmistaa samalla, että sijoittajat saavat riittävästi tietoa.

Mitkä ovat parhaaksi arvioidun vaihtoehdon kustannukset (jos parhaaksi arvioitua vaihtoehtoa ei ole, päävaihtoehtojen kustannukset)?

Ehdotetuista sääntelymuutoksista ei aiheudu merkittäviä kustannuksia. Kansallisille toimivaltaisille viranomaisille aiheutuvat kustannusvaikutukset ovat hyvin vähäisiä (ks. jäljempänä).

Mitkä ovat vaikutukset yrityksiin, mukaan lukien pk- ja mikroyritykset?

Pk-yritysten kannalta säännösten noudattamisesta aiheutuvat kustannukset pienenevät ja likviditeetti paranee, kun yritykset listautuvat pk-yritysten kasvumarkkinoille. Tämän ansiosta ne pystyvät siirtymään pankkilainoista monipuolisempiin rahoituslähteisiin ja lisäämään kaiken kaikkiaan varainhankintakapasiteettiaan, mikä puolestaan vauhdittaa kasvua ja antaa niille uusia mahdollisuuksia investoida tutkimukseen ja kehittämiseen.

Kohdistuuko jäsenvaltioiden budjettiin ja julkishallintoon merkittäviä vaikutuksia?

Ehdotus ei vaikuta merkittävästi kansallisiin talousarvioihin. Ehdotetut sääntelymuutokset aiheuttavat erittäin vähäisiä kertaluonteisia kustannuksia kansallisille toimivaltaisille viranomaisille, kun sisäisiin menettelyihin joudutaan tekemään tarvittavia muutoksia. Juoksevien kustannusten odotetaan pysyvän muuttumattomina tai vähenevän hieman. Markkinoiden väärinkäyttöasetuksen mukaisten helpotusten myötä voidaan pienentää kansallisten toimivaltaisten viranomaisten valvontakuormitusta, kun kyseessä ovat sisäpiiriluettelot, sisäpiiritiedon julkistamisen lykkääminen ja markkinoiden tunnustelu. Samaan aikaan kansalliset toimivaltaiset viranomaiset saattavat pitää tarpeellisena lisätä muita valvontatoimenpiteitä (esimerkiksi likviditeettisopimusten toteuttamisen seuranta).

Onko toimenpiteellä muita merkittäviä vaikutuksia?

Muita merkittäviä vaikutuksia ei ole odotettavissa.

D. Seuranta

Milloin asiaa tarkastellaan uudelleen?

Pääomamarkkinaunionia koskevan toimintasuunnitelman väliarvioinnissa esitettiin laajempi suunnitelma pk-yritysten julkisille markkinoille pääsyn parantamiseksi. Tämän suunnitelman yhteydessä komission yksiköt seuraavat pk-yritysten kasvumarkkinoiden kehitystä ja pk-yritysten rahoituksen saantia pääomamarkkinoilta ja tarkastelevat toteutettujen toimenpiteiden vaikuttavuutta sääntelyn parantamisen periaatteiden mukaisesti.