



Euroopan unionin
neuvosto

Bryssel, 30. toukokuuta 2018
(OR. en)

9402/18

Toimielinten välinen asia:
2018/0165 (COD)

EF 149
ECOFIN 500
CODEC 869

EHDOTUS

Lähetäjä:	Euroopan komission pääsihteerin puolesta Jordi AYET PUIGARNAU, johtaja
Saapunut:	25. toukokuuta 2018
Vastaanottaja:	Jeppe TRANHOLM-MIKKELSEN, Euroopan unionin neuvoston pääsihteeri
Kom:n asiak. nro:	COM(2018) 331 final
Asia:	Ehdotus 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 COM(2018) 331 final.

Liite: COM(2018) 331 final

Bryssel 24.5.2018
COM(2018) 331 final

2018/0165 (COD)

Ehdotus

EUROOPAN PARLAMENTIN JA NEUVOSTON ASETUS

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

(ETA:n kannalta merkityksellinen teksti)

{SEC(2018) 247 final} - {SWD(2018) 243 final} - {SWD(2018) 244 final}

PERUSTELUT

1. EHDOTUKSEN TAUSTA

- **Ehdotuksen perustelut ja tavoitteet**

Pääomamarkkinaunionin keskeisenä tavoitteena on laajentaa eurooppalaisten yritysten mahdollisuuksia käyttää markkinaperusteisia rahoituslähteitä yrityksen jokaisessa kehitysvaiheessa. Pääomamarkkinaunionin luomista koskevan toimintasuunnitelman käynnistämisestä alkaen EU:ssa on saatu aikaan huomattavaa edistystä, kun on pyritty lisäämään rahoituslähteitä yritysten asteittaisen laajenemisen mukaan ja parantamaan markkinarahoituksen saatavuutta kaikkialla EU:ssa. On jo otettu käyttöön uusia sääntöjä, joilla edistetään eurooppalaisten riskipääomarahastojen (EuVECA) sijoituksia startup-yrityksiin ja keskisuuriin yrityksiin. Yhdessä Euroopan investointirahaston (EIR) kanssa komissio on lisäksi käynnistänyt yleiseurooppalaisten riskipääomarahasto-osuusrahastojen ohjelman (VentureEU), jolla vauhditetaan sijoituksia innovatiivisiin start-up- ja scale-up-yrityksiin kaikkialla Euroopassa. Uudet säännöt esitteistä on jo hyväksytty. Ne auttavat yrityksiä hankkimaan julkisilta markkinoilta pääoma- ja velkarahoitusta. Pienille ja markkina-arvoltaan keskisuurille (mid-cap) yrityksille, jotka haluavat hankkia varoja eri puolilta EU:ta, laaditaan uusi EU:n kasvuesite. Lisäksi komissio on ehdottanut sijoituspohjaisille ja luotonantopohjaisille joukkorahoitusaloille myönnettävää eurooppalaista merkkiä ("yrityksille suunnatun joukkorahoituspalvelun eurooppalaiset tarjoajat"), jotta startup-yrityksillä ja yrittäjillä olisi enemmän mahdollisuuksia saada rahoitusta.

Tarvitaan kuitenkin lisätoimia, jotta voidaan kehittää sellainen sääntelykehys, jolla pystytään entistä enemmän tukemaan pienten ja keskisuurten yritysten mahdollisuuksia saada julkista rahoitusta. Tämän tavoitteen saavuttamiseksi olisi ennen kaikkea edistettävä rahoitusmarkkinadirektiivi II:ssä (MiFID II)¹ luotua pk-yritysten kasvumarkkinamerkkiä ja saatava aikaan tasapainoinen ratkaisu, jossa yhtäältä turvataan sijoittajansuoja ja markkinoiden luotettavuus ja toisaalta vältetään tarpeettomat hallinnolliset rasitteet.

Kesäkuussa 2017 julkaisemassaan pääomamarkkinaunionia koskevan toimintasuunnitelman väliarvioinnissa² komissio asetti entistä enemmän painoa pienten ja keskisuurten yritysten (pk-yritykset) pääsyyille julkisille markkinoille. Väliarvioinnin yhteydessä komissio sitoutui julkaisemaan vaikutustenarvioinnin, jossa tarkastellaan *"sitä, voitaisiinko asiaa koskevaan EU:n lainsäädäntöön tehtävien kohdennettujen muutosten avulla saada aikaan oikeasuhtaisempi sääntely-ympäristö, jolla tuetaan pk-yrityslähtöisiä julkisilla markkinoilla"*.

Vasta listatut pk-yritykset ovat investointien ja työpaikkojen luomisen keskeisiä moottoreita. Ne päihittävät usein yksityisessä omistuksessa olevat yritykset vuotuisessa kasvussa ja henkilöstömäärän lisäyksessä. Listatut yritykset ovat vähemmän riippuvaisia pankkirahoituksesta, ja niillä on käytössään monipuolisempi sijoittajapohja. Ne saavat helpommin oman ja vieraan pääoman ehtoista lisärahoitusta (toissijaisissa anneissa). Lisäksi niillä on enemmän näkyvyyttä, ja niiden tuotteet ovat tunnetumpia.

Hyödyistä huolimatta pk-yritysten julkiset markkinat EU:ssa joutuvat ponnistelemaan houkutellakseen uusia liikkeeseenlaskijoita. Listautumisantien määrä pk-yritysten markkinoilla pieneni Euroopan unionissa jyrkästi kriisin seurauksena, eikä niiden määrä ole

¹ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/65/EU, annettu 15 päivänä toukokuuta 2014, rahoitusvälineiden markkinoista sekä direktiivin 2002/92/EY ja direktiivin 2011/61/EU muuttamisesta.

² Komission tiedonanto pääomamarkkinaunionia koskevan toimintasuunnitelman väliarvioinnista ({SWD(2017) 224 final} ja {SWD(2017) 225 final} – 8. kesäkuuta 2017).

sen jälkeen kasvanut merkittävästi. Euroopassa pk-yritysten listautumisantien määrä on puoliintunut verrattuna finanssikriisiä edeltävään aikaan (vuosina 2006–2007 keskimäärin 478 listautumisantia vuodessa, vuosina 2009–2017 keskimäärin 218 listautumisantia vuodessa EU:n pk-yritysten monenkeskisissä kaupankäyntijärjestelmissä). Eurooppalaisissa pk-yritysten monenkeskisissä kaupankäyntijärjestelmissä järjestetyissä listautumisanneissa toteutunut keskimääräinen varainhankintamäärä oli vuosina 2006–2007 keskimäärin 13,8 miljardia euroa vuodessa. Vuosien 2009 ja 2017 välisenä aikana määrä pieneni keskimäärin 2,55 miljardiin euroon.

Monet tekijät vaikuttavat siihen, että pk-yritykset päättävät listautua ja sijoittavat päättävät sijoittaa pk-yritysten rahoitusvälineisiin. Vaikutustenarviointi³ osoittaa, että pk-yritysten julkisilla markkinoilla on kahdentyyppisiä sääntelyyn liittyviä haasteita: i) tarjontapuolella liikkeeseenlaskijoille aiheutuu paljon säännösten noudattamisesta johtuvia kustannuksia, kun ne listautuvat julkisille markkinoille, ja ii) kysyntäpuolella riittämätön likviditeetti voi koitua rasitteeksi liikkeeseenlaskijoille (suurempien pääomakustannusten vuoksi), sijoittajille (jotka voivat olla haluttomia sijoittamaan pk-yritykseen ennen kaikkea vähäisen likviditeetin ja siihen liittyvien volatilititeettiriskien vuoksi) sekä markkinavälittäjille (joiden liiketoimintamallit perustuvat asiakkaiden toimeksiantovirtaan likvideillä markkinoilla).

Aloitteen soveltamisala: pk-yritysten kasvumarkkinat

Tämä aloite koskee ainoastaan pk-yritysten kasvumarkkinoita⁴ ja kyseisiin kauppapaikkoihin listautuneita yrityksiä. Pk-yritysten kasvumarkkinat ovat uusi monenkeskisten kaupankäyntijärjestelmien luokka, joka otettiin käyttöön MiFID II -direktiivillä tammikuussa 2018.

Arvioitaessa, olisiko vastaavat sääntelyhelpotukset myönnettävä pk-yrityksiin lukeutuville liikkeeseenlaskijoille, joiden rahoitusvälineet on otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellyillä markkinoilla, päätettiin, että huojennukset rajoitetaan koskemaan liikkeeseenlaskijoita, joiden rahoitusvälineet on otettu kaupankäynnin kohteeksi pk-yritysten kasvumarkkinoilla. Säännellyillä markkinoilla toimiville liikkeeseenlaskijoille asetettuja vaatimuksia olisi sovellettava samalla tavalla riippumatta yrityksen koosta. Jos pk-yrityksiin sovellettaisiin eri vaatimuksia kuin suuren markkina-arvon yrityksiin, sidosryhmien (erityisesti sijoittajien) piirissä syntyisi todennäköisesti sekaannusta.

Nykyinen sääntely

Pk-yritysten kasvumarkkinoille listautuneiden yritysten on noudatettava tiettyjä EU:n sääntöjä, kuten markkinoiden väärinkäyttöasetusta⁵ ja esiteasetusta⁶.

Markkinoiden väärinkäyttöasetusta on sen soveltamisen aloittamisen eli 1. heinäkuuta 2016 jälkeen laajennettu koskemaan monenkeskisiä kaupankäyntijärjestelmiä, myös pk-yritysten kasvumarkkinoita. Asetuksella pyritään lisäämään markkinoiden luotettavuutta ja sijoittajien luottamusta. Sen mukaan on kiellettyä i) tehdä tai yrittää tehdä sisäpiirikauppoja, ii) suositella, että toinen henkilö tekee sisäpiirikauppoja, tai houkutella toista henkilöä

³ Vaikutustenarvioinnit {SWD(2018)243} ja {SWD(2018)244}.

⁴ Pk-yritysten kasvumarkkinaksi luokittelu edellyttää, että vähintään 50 prosenttia liikkeeseenlaskijoista, joiden rahoitusvälineillä käydään kauppaa pk-yritysten kasvumarkkinoilla, on pk-yrityksiä eli MiFID II -direktiivin määritelmän mukaisia yrityksiä, joiden keskimääräinen markkina-arvo oli alle 200 miljoonaa euroa kolmen edellisen kalenterivuoden lopun hintatarjousten perusteella.

⁵ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 596/2014, annettu 16 päivänä huhtikuuta 2014, markkinoiden väärinkäytöstä (markkinoiden väärinkäyttöasetus).

⁶ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2017/1129, annettu 14 päivänä kesäkuuta 2017, arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi säännellyillä markkinalla ottamisen yhteydessä julkaistavasta esitteestä.

tekemään sisäpiirikauppoja, iii) ilmaista sisäpiiritietoa laittomasti⁷ tai iv) manipuloida tai yrittää manipuloida markkinoita. Lisäksi liikkeeseenlaskijoilla on asetuksen mukaan useita julkistamisvelvoitteita ja tietojen kirjaamista koskevia velvoitteita. Liikkeeseenlaskijoiden on muun muassa noudatettava yleistä velvoitetta, jonka mukaan niiden on julkistettava sisäpiiritieto yleisölle mahdollisimman pian. Markkinoiden väärinkäyttöasetuksella on lisätty markkinoiden luotettavuutta ja ulotettu markkinoiden väärinkäyttöä koskeva sääntelyjärjestelmä koskemaan monenkeskisiä kaupankäyntijärjestelmiä. Asetuksella on ollut erittäin tärkeä rooli sijoittajien luottamuksen palauttamisessa rahoitusmarkkinoihin.

Kyseinen säädös on kuitenkin yleispätevä asetus. Lähes kaikkia asetuksen vaatimuksia sovelletaan samalla tavoin kaikkiin liikkeeseenlaskijoihin riippumatta niiden koosta tai kauppapaikoista, joissa niiden rahoitusvälineet on otettu kaupankäynnin kohteeksi. Asetus sisältää vain kaksi vähäistä mukautusta, jotka koskevat pk-yritysten kasvumarkkinoilla listattuja liikkeeseenlaskijoita. Ensimmäisen mukautuksen mukaan pk-yritysten kasvumarkkinaa ylläpitävät kauppapaikat voivat julkaista sisäpiiritiedon kauppapaikan verkkosivustolla (liikkeeseenlaskijan verkkosivuston sijasta). Toisen mukautuksen mukaan pk-yritysten kasvumarkkinoilla listatut liikkeeseenlaskijat toimittavat sisäpiiriluetelot ainoastaan kansallisen toimivaltaisen viranomaisen pyynnöstä. Tämän huojennuksen vaikutus on kuitenkin vähäinen, koska yritysten edellytetään silti keräävän ja tallentavan kaikki tarvittavat tiedot, jotta ne voivat toimittaa sisäpiiriluetelot pyynnöstä.

Esite on lakisääteinen asiakirja, jossa annetaan tietoja yrityksestä, kun arvopapereita tarjotaan yleisölle tai otetaan kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla. Pääomamarkkinaunionia koskevan toimintasuunnitelman mukaisesti Euroopan unioni on jo tarjonnut pienille yrityksille helpompia ja edullisempia mahdollisuuksia päästä julkisille markkinoille, esimerkiksi säättämällä kevennetystä ”EU:n kasvuesitteestä” tarkistetussa esiteasetuksessa. Liikkeeseenlaskija voi hakea kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla ottamista sen jälkeen, kun sen osakkeilla on käyty kauppaa pk-yritysten kasvumarkkinalla muutaman vuoden ajan. Se voi esittää tällaisen hakemuksen hyötyäkseen paremmasta likviditeetistä ja suuremmasta sijoittajakunnasta. Jos kyseinen liikkeeseenlaskija kuitenkin haluaa siirtää osakkeensa pk-yritysten kasvumarkkinalta säännellylle markkinalle, sen on laadittava kattava esite, koska yritykset eivät voi käyttää kevennettyä esitejärjestelmää tällaisessa tilanteessa.

Pk-yritysten kasvumarkkinabrändin käyttöönottoa rajoittaa EU:n nykyisessä lainsäädännössä säädettyjen huojennusten vähäinen määrä, kun kyseessä ovat näihin uudentyypisiin kauppapaikkoihin listautuneet liikkeeseenlaskijat. Näin ollen tämän aloitteen yleisinä tavoitteina on ottaa käyttöön teknisiä mukautuksia EU:n säännöstöön, jotta on mahdollista i) vähentää pk-yritysten hallinnollista rasitusta ja niille säännösten noudattamisesta aiheutuvia kustannuksia, kun niiden rahoitusvälineet otetaan kaupankäynnin kohteeksi pk-yritysten kasvumarkkinalla, ja varmistaa samalla korkeatasoinen sijoittajansuoja ja markkinoiden luotettavuus sekä ii) lisätä pk-yritysten kasvumarkkinoilla listattujen oman pääoman ehtoisten rahoitusvälineiden likviditeettiä.

Tässä ehdotuksessa esitetyillä kohdennetuilla sääntelymuutoksilla ei yksinään pystytä täysin elvyttämään pk-yritysten pääsyä julkisille markkinoille. Niissä käsitellään kuitenkin eri sidosryhmien esiin tuomia sääntelyesteitä, jotka estävät pk-yritysten pääoman hankintaa julkisilla markkinoilla. Muutosten yhteydessä säilytetään kuitenkin mahdollisimman korkeatasoinen sijoittajansuoja ja markkinoiden luotettavuus. Näin ollen muutokset olisi nähtävä ensimmäisenä askeleena oikeaan suuntaan eikä yksittäisenä korjaustoimenpiteenä.

⁷ Tämä tarkoittaa, että luonnollinen henkilö tai oikeushenkilö ilmaisee sisäpiiritiedon osana työn, ammatin tai tehtävien tavanomaista suorittamista.

Asetusehdotuksella ei ole myöskään tarkoitus uudistaa markkinoiden väärinkäyttöasetusta (jota on sovellettu alle kaksi vuotta) eikä esiteasetusta (jonka lainsäädäntövallan käyttäjät ovat äskettäin hyväksyneet ja jota aletaan soveltaa heinäkuussa 2019). Tämä ehdotus (yhdessä komission delegoitua asetusta (EU) 2017/565 koskevien suunniteltujen muutosten kanssa) sisältää vain teknisiä muutoksia, joilla pyritään tekemään listattuja pk-yrityksiä koskevasta EU:n oikeudellisesta kehyksestä oikeasuhteisempi. Sen avulla varmistetaan, että MiFID-direktiivillä tammikuussa 2018 luotu ”pk-yritysten kasvumarkkinamerkki” otetaan käyttöön kaikkialla EU:ssa eri monenkeskisissä kaupankäyntijärjestelmissä, joiden toiminta painottuu pk-yrityksiin.

• **Yhdenmukaisuus muiden alaa koskevien politiikkojen säännösten kanssa**

Tämä aloite on nykyisen oikeudellisen kehyksen mukainen. MiFID II -direktiivissä todetaan, että pk-yritysten kasvumarkkinoiden tavoitteena on *helpottaa pienten ja keskisuurten yritysten mahdollisuuksia saada pääomaa ja että olisi kiinnitettävä huomiota siihen, miten tulevilla lainsäädännöllä voidaan edistää näiden markkinoiden käyttöä siten, että niistä tulee sijoittajien kannalta houkuttelevia, ja miten voidaan vähentää hallinnollista raskautta ja luoda pk-yrityksille uusia kannustimia, jotta ne pääsevät pääomamarkkinoille pk-yritysten kasvumarkkinoiden kautta*⁸. Markkinoiden väärinkäyttöasetuksen johdanto-osan 6 ja 55 kappaleessa kehoitetaan nimenomaisesti vähentämään pk-yritysten kasvumarkkinoilla listattujen pienempien liikkeeseenlaskijoiden hallintokuluja.

Useisiin EU:n säädöksiin, kuten tuoreeseen esiteasetukseen⁹ ja arvopaperikeskuksia koskevaan asetukseen¹⁰, sisältyy jo erityissäännöksiä tästä uudentyyppisestä kauppapaikasta. Säännösten tavoitteena on keventää pk-yritysten kasvumarkkinoiden liikkeeseenlaskijoille aiheutuvaa hallinnollista raskautta ja parantaa kyseisillä markkinoilla kaupankäynnin kohteena olevien rahoitusvälineiden likviditeettiä.

Esitteen laatimiskustannukset voivat olla suhteettoman suuret pk-yrityksille. Siksi esiteasetuksella on otettu käyttöön kevennetty ”EU:n kasvuesite”. Sitä voivat käyttää pk-yritykset, joiden arvopapereilla käydään kauppaa pk-yritysten kasvumarkkinoilla, sekä sellaiset muut kuin pk-yritykset, joiden markkina-arvo on pienempi kuin 500 miljoonaa euroa ja joiden arvopapereilla käydään kauppaa pk-yritysten kasvumarkkinalla.¹¹ Lisäksi liikkeeseenlaskijat, joiden arvopaperit ovat jo olleet kaupankäynnin kohteina pk-yritysten kasvumarkkinalla yhtäjaksoisesti vähintään viimeisten 18 kuukauden ajan, voivat soveltaa listautumisen jälkeisiä liikkeeseenlaskuja koskevia yksinkertaistettuja tietovaatimuksia.¹²

Arvopaperikeskuksista annetussa asetuksessa säädetään pakollisesta korvausostomenettelystä. Se koskee kaikkia rahoitusvälineitä, joita ei ole luovutettu määrätyn ajanjakson kuluessa sovitusta toimituspäivästä (ts. kaksi päivää kaupanteon jälkeen eli ”T + 2” -sääntö). Arvopaperikeskuksia koskeva asetus sisältää toisaalta sääntöjä, jotka on mukautettu pk-yritysten kasvumarkkinoiden erityispiirteisiin. Pk-yritysten kasvumarkkinoilla toteutettavien liiketapahtumien osalta korvausostomenettely käynnistetään enintään 15 päivän kuluttua, kun taas likvidien arvopapereiden tapauksessa vastaava ajanjakso on enintään neljä päivää ja muiden epälikvidien arvopapereiden tapauksessa enintään seitsemän päivää. Kyseiset pk-

⁸ MiFID II -direktiivin johdanto-osan 132 kappale.

⁹ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2017/1129, annettu 14 päivänä kesäkuuta 2017, arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla ottamisen yhteydessä julkaistavasta esitteestä.

¹⁰ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 909/2014, annettu 23 päivänä heinäkuuta 2014, arvopaperitoimituksen parantamisesta Euroopan unionissa sekä arvopaperikeskuksista.

¹¹ Esiteasetuksen 15 artikla.

¹² Esiteasetuksen 14 artikla.

kasvumarkkinoiden rahoitusvälineitä koskevat erityissäännöt otettiin käyttöön, ”jotta otettaisiin huomioon tällaisten markkinoiden likviditeetti ja erityisesti jotta mahdollistettaisiin markkinatakaajien toiminta näillä vähemmän likvideillä markkinoilla”¹³.

Näin ollen asetusehdotus on johdonmukainen suhteessa edellä mainittuihin voimassa oleviin EU:n asetuksiin, sillä sen tarkoituksena on keventää pk-yritysten kasvumarkkinoihin kohdistuvaa raskautta ja edistää kyseisissä kauppapaikoissa kaupankäynnin kohteeksi otettujen oman pääoman ehtoisten rahoitusvälineiden likviditeettiä.

Tämä asetusehdotus on yhdenmukainen myös joidenkin muutosten kanssa, jotka on tarkoitus tehdä komission delegoituun asetukseen (EU) 2017/565 direktiivin 2014/65/EU (MiFID II) soveltamiseksi. Kyseiset muutokset sisällytettiin samaan vaikutustenarviointiin, ja niiden tavoitteena on i) muuttaa sellaisen liikkeeseenlaskijana olevan pk-yrityksen määritelmää, jolla ei ole oman pääoman ehtoista välinettä kaupankäynnin kohteena pk-yritysten kasvumarkkinalla, ii) tehdä vapaaehtoiseksi puolivuotiskertomuksen laatimista koskeva velvoite, joka on asetettu pk-yritysten kasvumarkkinoiden liikkeeseenlaskijoille, joilla ei ole oman pääoman ehtoista välinettä kaupankäynnin kohteena, ja iii) yleisön hallussa olevia osakkeita (free float) koskevan vaatimuksen asettaminen liikkeeseenlaskijoille, jotka hakevat kaupankäynnin kohteeksi ottamista pk-yritysten kasvumarkkinalla. Näillä toimenpiteillä i) lisätään sellaisten ainoastaan vieraan pääoman ehtoisia rahoitusvälineitä liikkeeseen laskevien yritysten lukumäärää, jotka voidaan luokitella pk-yrityksiksi, minkä ansiosta yhä useammat monenkeskiset kaupankäyntijärjestelmät voivat rekisteröityä pk-yritysten kasvumarkkinoiksi ja näillä markkinoilla toimivat liikkeeseenlaskijat pystyvät hyödyntämään kevennettyjä sääntelyvaatimuksia, ii) mahdollistetaan se, että markkinoiden ylläpitäjät voivat paremmin mukauttaa listalleottosääntönsä paikallisiin olosuhteisiin, sekä iii) varmistetaan, etteivät pk-yritysten kasvumarkkinoilla noteeratut osakkeet ole liian epälikvidejä siinä vaiheessa, kun ne otetaan kaupankäynnin kohteeksi.

• **Yhdenmukaisuus unionin muiden politiikkojen kanssa**

Tämän lainsäädäntöehdotuksen tarkoituksena on täydentää pääomamarkkinaunionin tavoitteita, joiden mukaan halutaan vähentää liiallista tukeutumista pankkirahoitukseen ja monipuolistaa eurooppalaisten yritysten markkinaperusteisia rahoituslähteitä. Pääomamarkkinaunionia koskevan toimintasuunnitelman julkaisuvuodesta 2015 lähtien komissio on toteuttanut kattavaa toimenpidepakettia, joka sisältää lainsäädäntö- ja muita toimenpiteitä, joilla on tarkoitus lisätä riskipääomarahoitusta Euroopassa. Niihin kuuluvat EU:n talousarviosta tuettujen riskipääomarahasto-osuusrahastojen perustaminen sekä eurooppalaisia riskipääomarahastoja (EuVECA) koskevan asetuksen ja eurooppalaisia yhteiskunnalliseen yrittäjyyteen erikoistuneita rahastoja (EuSEF) koskevan asetuksen uudelleentarkastelu¹⁴. Uudelleentarkastelussa käsiteltiin laajemmin erityisesti EuVECA-rahastojen mahdollisuuksia sijoittaa pk-yritysten kasvumarkkinoilla listattuihin pk-yrityksiin.

Euroopan komissio esitti maaliskuussa 2018 Fintech-toimintasuunnitelmansa¹⁵ yhteydessä joukkorahoituspalvelun tarjoajia koskevan asetusehdotuksen¹⁶. Kun uusi asetus on hyväksytty EU:n tasolla, rahoituslustrat voivat hakea EU:n laajuista passia, joka perustuu yhteen

¹³ Arvopaperikeskuksia koskevan asetuksen johdanto-osan 18 kappale.

¹⁴ Asetus (EU) 2017/1991, annettu 25 päivänä lokakuuta 2017, eurooppalaisista riskipääomarahastoista annetun asetuksen (EU) N:o 345/2013 ja eurooppalaisista yhteiskunnalliseen yrittäjyyteen erikoistuneista rahastoista annetun asetuksen (EU) N:o 346/2013 muuttamisesta.

¹⁵ FinTech-toimintasuunnitelma Euroopan rahoitusalan kilpailukyvyyn ja innovatiivisuuden parantamiseksi – COM(2018) 109 final.

¹⁶ Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi yrityksille suunnatun joukkorahoituspalvelun eurooppalaisista tarjoajista – COM(2018) 113.

sääntökokonaisuuteen. Näin niiden on helpompi tarjota palvelujaan kaikkialla EU:ssa. Euroopassa joukkorahoitusmarkkinat eivät ole yhtä kehittyneitä kuin muissa maailman suurissa kansantalouksissa, mutta uusien sääntöjen pitäisi parantaa rahoitusta tarvitsevien pienten sijoittajien ja yritysten, varsinkin startup-yritysten, mahdollisuuksia saada tällaista innovatiivista rahoitusta. Lisäksi uusien sääntöjen myötä on tarkoitus vauhdittaa EU:n markkinoiden kasvua.

Pääomamarkkinaunionia koskevassa hankkeessaan komissio edistää myös suunnattujen antien markkinoita, joiden avulla yritykset voivat hankkia pääomaa laskemalla liikkeeseen vieraan pääoman ehtoisia rahoitusvälineitä institutionaalisille sijoittajille tai muille kokeneille sijoittajille. Hiljattain tehtiin (komission toimeksiannosta) selvitys aiheesta *Identifying market and regulatory obstacles to the development of private placement of debt in the EU*¹⁷. Selvitys osoitti, että markkinoiden väärinkäyttöasetuksen mukainen markkinoiden tunnustelua koskeva järjestelmä voi olla esteenä tällaisen rahoituslähteen kehittämiseksi EU:ssa. Tämän sääntelyesteen vuoksi institutionaaliset sijoittajat ja liikkeeseenlaskijat eivät ole halukkaita ryhtymään neuvotteluihin tällaisista liiketoimista.

Tällä aloitteella helpotetaan yritysten listautumista pk-yritysten kasvumarkkinoille, mikä antaa eurooppalaisille yrityksille paremmat mahdollisuudet pääoman hankintaan. Aloitteen ansiosta voidaan rakentaa rahoitusportaati, jotka tarjoavat erilaisia rahoitusmahdollisuuksia yrityksille niiden kaikissa kehitysvaiheissa. Toimivat julkiset markkinat ovat olennaisen tärkeitä edellä mainittujen pääomamarkkinaunionin toimien saattamiseksi päätökseen. Pienten ja markkina-arvoltaan keskisuurten yritysten dynaamiset julkiset markkinat voivat edistää yksityisen ja muun pääomasijoittamisen kehitystä tarjoamalla joustavia irtautumismahdollisuuksia. Jos mahdollisuus sijoituksista irtautumiseen puuttuu, riskipääomarahastot ja pääomasijoitusrahastot eivät ole niin halukkaita sitomaan varojaan yrityksen kasvuvaiheessa. Pk-yritysten julkiset osakemarkkinat voivat vauhdittaa myös joukkosijoittamista. Joukkosijoittajat voivat pääomasijoittajien tavoin pyrkiä irtautumaan sijoituksestaan, ja siksi ne edellyttävät toimivia ja likvidejä osakemarkkinoita irtautumisväyläksi, kun ne ovat sijoittaneet varhaisessa vaiheessa oleviin kasvuyrityksiin. Aloitteella pyritään myös poistamaan sääntelyyn liittyvät esteet, jotka johtuvat markkinoiden väärinkäyttöasetuksen mukaisen markkinoiden tunnustelujärjestelmän soveltamisesta listattujen pk-yritysten toteuttamiin institutionaalisille sijoittajille suunnattuihin joukkovelkakirjaemissioihin.

2. OIKEUSPERUSTA, TOISSIJAISUUSPERIAATE JA SUHTEELLISUUSPERIAATE

• Oikeusperusta

Markkinoiden väärinkäyttöasetuksen ja esiteasetuksen oikeusperusta on Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen (SEUT) 114 artikla, jossa Euroopan unionin toimielimille annetaan toimivalta antaa aiheelliset säännökset, joiden tavoitteena on sisämarkkinoiden toteuttaminen ja toiminta. Ainoastaan unionin lainsäätäjä voi muuttaa mainittuja säännöksiä, tässä tapauksessa SEUT-sopimuksen 114 artiklan perusteella.

Sisämarkkinoiden toteuttamiseen tähtäviä EU:n toimia on SEUT-sopimuksen 4 artiklan mukaan tarkasteltava ottamalla huomioon Euroopan unionista tehdyn sopimuksen 5 artiklan 3 kohdassa määrätty toissijaisuusperiaate. Toissijaisuusperiaatteen mukaisesti EU:n tasolla olisi

¹⁷ BCG and Linklaters, Study on Identifying the market and regulatory Obstacles to the Development of Private Placements of Debt instruments in the EU, 2017.

toteutettava toimia vain, jos jäsenvaltiot eivät voi yksin riittävällä tavalla saavuttaa suunnitellun toiminnan tavoitteita vaan ne on toteutettava EU:n tasolla.

- **Toissijaisuusperiaate (jaetun toimivallan osalta)**

Sisämarkkinoiden toteuttamiseen tähtääviä EU:n toimia on SEUT-sopimuksen 4 artiklan mukaan tarkasteltava ottamalla huomioon Euroopan unionista tehdyn sopimuksen 5 artiklan 3 kohdassa määrätty toissijaisuusperiaate. Toissijaisuusperiaatteen mukaisesti EU:n tasolla olisi toteutettava toimia vain, jos jäsenvaltiot eivät voi yksin riittävällä tavalla saavuttaa suunnitellun toiminnan tavoitteita vaan ne on toteutettava EU:n tasolla.

On arvioitava, liittyykö kyseessä oleviin asioihin ylikansallisia näkökohtia ja voidaanko suunnitellun toiminnan tavoitteet saavuttaa riittävällä tavalla jäsenvaltioiden toimin niiden kansallisen perustuslaillisen järjestelmän puitteissa (niin kutsuttu *välttämättömyyskriteeri*). Tässä yhteydessä olisi huomattava, että toiminnassaan pk-yrityksiin keskittyvät monenkeskiset kaupankäyntijärjestelmät (ja mahdolliset pk-yritysten kasvumarkkinat) ovat luonteeltaan enemmän paikallisia verrattuna säänneltyihin markkinoihin. Näillä kauppapaikoilla on samanaikaisesti selkeä rajat ylittävä ulottuvuus, koska sijoittajat voivat tehdä sijoituksia alkuperäjäsenvaltionsa ulkopuolella sijaitsevista kauppapaikoista ja koska liikkeeseenlaskijat listaavat usein osakkeensa tai joukkovelkakirjansa toisessa jäsenvaltiossa sijaitsevassa markkinapaikassa.

Tämän aloitteen ensimmäisenä tavoitteena on poistaa tarpeetonta hallinnollista raskautta, jotta pk-yritykset voisivat päästä helpommin julkisille osake- ja joukkovelkakirjamarkkinoille ja jotta niiden ulottuvilla olisi monipuolisia pääomalähteitä kaikkialta EU:sta (samalla halutaan säilyttää korkeatasoinen markkinoiden luotettavuus ja sijoittajansuoja). Toisena tavoitteena on lisätä pk-yritysten kasvumarkkinoiden liikkeeseenlaskijoiden liikkeeseen laskemien osakkeiden likviditeettiä. Näiden tavoitteiden saavuttaminen lisää rajat ylittäviä pääomavirtoja ja edistää viime kädessä myös talouskasvua ja työpaikkojen luomista kaikissa EU:n jäsenvaltioissa.

Pk-yrityksille asetetut hallinnolliset vaatimukset perustuvat markkinoiden väärinkäyttöasetuksen ja esiteasetuksen soveltamiseen. Näillä EU:n asetuksilla on suora velvoittava oikeusvaikutus kaikissa jäsenvaltioissa. Jäsenvaltiot eivät juurikaan voi mukauttaa sääntöjä paikallisiin olosuhteisiin tai liikkeeseenlaskijoiden tai sijoituspalveluyritysten kokoon. Näistä säännöksistä aiheutuviin ongelmiin voidaan puuttua tehokkaasti vain Euroopan tason lainsäädäntömuutoksilla.¹⁸ Mahdolliset vaihtoehdot eli muut kuin lainsäädäntötoimet unionin tasolla (esim. Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen laatimat suuntaviivat ja jäsenvaltioiden tasolla toteutettavat toimet) eivät mahdollistaisi asetettujen tavoitteiden saavuttamista riittävällä ja tehokkaalla tavalla, sillä niillä ei voitaisi muuttaa asetusten säännöksiä.

Pk-yritysten rahoitusvälineiden (erityisesti osakkeiden) likviditeettiä heikentävät myös markkinoiden väärinkäyttöasetuksesta johtuvat sääntelyn puutteet. Mainitussa asetuksessa edellytetään muun muassa, että jäsenvaltiot vahvistavat hyväksytyn markkinakäytännön, jotta niiden lainkäyttöalueilla sijaitsevilla liikkeeseenlaskijoilla olisi mahdollisuus tehdä likviditeetin tarjoamista koskeva sopimus välittäjän kanssa. Tähän mennessä ainoastaan neljä jäsenvaltiota on vahvistanut hyväksytyn markkinakäytännön. Toisin sanoen tämä mahdollisuus puuttuu liikkeeseenlaskijoilta 24 jäsenvaltiossa. Tämä pirstaloi sisämarkkinoita

¹⁸ Asia C-58/08 (Vodafone): ”Kun EY 95 artiklaan perustuvalla toimella on jo poistettu kaupan esteet alalla, joka sillä yhdenmukaistetaan, yhteisön lainsäätäjältä ei voida viedä mahdollisuutta mukauttaa kyseistä toimea olosuhteiden muutoksiin tai tiedon kehitykseen, koska yhteisön lainsäätäjän tehtävänä on turvata perustamissopimuksessa tunnustettujen yleisten etujen suojele.”

ja vääristää kilpailua, kun osalla liikkeeseenlaskijoita on oikeus tehdä likviditeettisopimus ja osalta tällainen mahdollisuus puuttuu. Kaupankäynnin vähäisyys saattaa aiheuttaa sen, että sijoittajilla on kielteinen käsitys pk-yritysten kasvumarkkinoilla noteerattujen osakkeiden 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.

On pohdittava, voitaisiinko tavoitteet saavuttaa paremmin EU:n tasolla toteutettavin toimin (niin kutsuttu eurooppalaisen lisäarvon kriteeri). EU:n toimilla voitaisiin niiden laajuuden vuoksi vähentää liikkeeseenlaskijoina olevien pk-yritysten hallinnollista rasitusta ja samalla varmistaa tasapuoliset toimintaedellytykset liikkeeseenlaskijoiden välillä. Lisäksi EU:n toimilla vältetään kilpailun vääristyminen pk-yritysten kasvumarkkinoiden välillä ja turvataan korkeatasoinen sijoittajansuoja ja markkinoiden luotettavuus.

Mitä tulee sääntelyesteisiin, jotka haittaavat likviditeetin tarjoamista, kansallisen tason toimet johtaisivat lainsäädännön hajanaisuuteen ja voisivat vääristää kilpailua pk-yritysten kasvumarkkinoilla kaikissa jäsenvaltioissa. EU:n tason toimilla voidaan paremmin varmistaa yhdenmukaisuus ja oikeusvarmuus. Näin voidaan saavuttaa tehokkaasti rahoitusmarkkinadirektiivi II:n tavoitteet (ja erityisesti pk-yritysten kasvumarkkinoiden luominen) ja edistää paremmin rajat ylittäviä sijoituksia ja pörssien välistä kilpailua turvaten samalla markkinoiden asianmukainen toiminta.

- **Suhteellisuusperiaate**

Ehdotetut toimenpiteet, joilla on tarkoitus keventää listattuihin pk-yrityksiin kohdistuvaa rasitusta, ovat suhteellisuusperiaatteen mukaisia. Ne ovat riittäviä tavoitteiden saavuttamiseksi, eikä niissä ylitetä sitä, mikä on tarpeen. Kun markkinoiden väärinkäyttöasetuksessa annetaan jäsenvaltioille mahdollisuus keventää liikkeeseenlaskijoihin kohdistuvaa rasitusta (esimerkiksi 19 artiklan 9 kohdan mukaan kansalliset toimivaltaiset viranomaiset voivat päättää nostaa raja-arvon, jonka ylittyessä johtohenkilöiden liiketoimet on julkistettava, 5 000 eurosta 20 000 euroon), komissio on päättänyt pidättäytyä sääntelytoimista, jotta jäsenvaltiot voisivat mukauttaa asetettua vaatimusta joustavasti paikallisiin olosuhteisiin. Jos joustovaraa ei ole eikä markkinoiden väärinkäyttöasetusta voida mukauttaa paikallisiin olosuhteisiin, EU:n tason lainsäädäntötoimi on ehdottomasti tarpeen, jotta voidaan vähentää pk-yritysten kasvumarkkinoiden liikkeeseenlaskijoille aiheutuvaa hallinnollista rasitusta.

Likviditeetin parantamiseen tähtäävä toimenpide (pk-yritysten kasvumarkkinoiden liikkeeseenlaskijoihin sovellettavan, likviditeettisopimuksia koskevan 29:n järjestelmän luominen – ks. ehdotukseen sisältyvien säännösten yksityiskohtaiset selitykset) on tasapainoinen ratkaisu, sillä siinä otetaan käyttöön likviditeettisopimuksia koskevat yleiseurooppalaiset standardit ja jätetään toisaalta jäsenvaltioille liikkumavaraa vahvistaa likviditeettisopimuksiin sovellettava hyväksytty markkinakäytäntö (esimerkiksi ulottamalla likviditeettisopimusten soveltamisala epälikvideihin arvopapereihin, jotka eivät ole pk-yritysten kasvumarkkinoiden osakkeita, tai räätälöimällä tällaisia sopimuksia koskevat vaatimukset paikallisten erityispiirteiden mukaan).

- **Toimintatavan valinta**

Ehdotetuilla lainsäädäntömuutoksilla pyritään erityisesti pienentämään pk-yritysten kasvumarkkinoiden liikkeeseenlaskijoiden hallinnollista rasitusta ja säännösten noudattamisesta aiheutuvia kustannuksia, jotka johtuvat markkinoiden väärinkäyttöasetuksen ja esiteasetuksen soveltamisesta. Aloitteella pyritään myös parantamaan likviditeettiä

varmistamalla, että EU:ssa toimivat pk-yritysten kasvumarkkinoiden liikkeeseenlaskijat voivat tehdä likviditeetin tarjoamista koskevan sopimuksen.

Tätä varten lainsäädäntötoimenpiteillä muutetaan markkinoiden väärinkäyttöasetuksen ja esiteasetuksen nykyisiä säännöksiä. Koska monet tarvittavista muutoksista ovat vähäisiä muutoksia nykyisiin säädöksiin, ne voidaan koota yhteen koontiasetukseen. Markkinoiden väärinkäyttöasetuksen ja esiteasetuksen oikeusperusta on SEUT-sopimuksen 114 artiklan 1 kohta. Näin ollen muutosasetuksella on sama oikeusperusta.

3. JÄLKIARVIOINTIEN, SIDOSRYHMIEN KUULEMISTEN JA VAIKUTUSTENARVIOINTIEN TULOKSET

- **Sidosryhmien kuuleminen**

- (a) Julkinen kuuleminen: Oikeasuhteisen sääntely-ympäristön luominen pk-yritysten listautumiselle

Komission yksiköt käynnistivät 18. joulukuuta 2017 julkisen kuulemisen pk-yritysten listautumisesta. Siinä keskityttiin kolmeen pääasialliseen aihepiiriin: 1) kuinka voidaan kehittää MiFID II -direktiivin yhteydessä luotua pk-yritysten kasvumarkkinoiden käsitettä, 2) kuinka voidaan keventää pk-yritysten kasvumarkkinoille listautuneisiin yrityksiin kohdistuvaa rasitusta ja 3) kuinka voidaan tukea paikallisten pörssien ympärille luotuja ekosysteemejä, varsinkin kyseisillä kauppapaikoilla listattujen osakkeiden likviditeetin parantamiseksi. Komissio sai sidosryhmiltä 71 vastausta 18 jäsenvaltiosta¹⁹.

Kun kysyttiin, miksi vain harvat pk-yritykset hakevat listautumista Euroopan julkisille markkinoille, monet sidosryhmät mainitsivat pk-yrityksille aiheutuvan hallinnollisen rasituksen, joka johtuu markkinoiden väärinkäyttöä, avoimuutta ja julkistamista koskevista säännöistä. Markkinoiden väärinkäyttöasetusta pidettiin vaikeaselkoisena, minkä katsottiin hankaloittavan EU:n lainsäädännön noudattamista pk-yritysten keskuudessa.

Useimmat sidosryhmät pitivät johtohenkilöiden liiketoimia koskevaa järjestelmää erittäin työläänä ja kalliina ja olivat sillä kannalla, että liiketoimien ilmoittamismääräaika olisi pidennettävä ja liiketoimien ilmoittamisen raja-arvoa olisi nostettava ja että johtohenkilöiden liiketoimien julkistaminen olisi siirrettävä kansallisten toimivaltaisten viranomaisten vastuulle. Sisäpiirilueteloihin sovellettavan lähestymistavan osalta selvä enemmistö vastaajista oli sitä mieltä, että vaatimus on työläs ja raskas, vaikkakin tarpeen. Vastaajat olivat keskimäärin sillä kannalla, että liikkeeseenlaskijat olisi velvoitettava joko esittämään sisäpiiriluetelot ainoastaan kansallisen toimivaltaisen viranomaisen pyynnöstä tai ainoastaan pitämään yllä luetteloa pysyvistä sisäpiiriläisistä. Vain pieni vähemmistö kannatti sitä, että pk-yritysten kasvumarkkinoiden liikkeeseenlaskijat vapautettaisiin kokonaan sisäpiirilueteloiden pitämisestä. Niistä harvoista sidosryhmistä, jotka toivat esiin näkemyksensä sisäpiiritiedon ilmoittamisen lykkäämisperusteluista, enemmistö kannatti sitä, että liikkeeseenlaskijat olisi velvoitettava esittämään perustelut ainoastaan kansallisen toimivaltaisen viranomaisen pyynnöstä ja että ne olisi vapautettava velvollisuudesta pitää kirjaa tietojen ilmaisemisesta. Kun huomioon otetaan vain ne, jotka toivat esiin näkemyksensä, selvä enemmistö

¹⁹ 6 viranomaista (2 valtiovarainministeriötä, 4 kansallista viranomaista); 18 pörssiä; 35 toimialajärjestöä (joista 6 edustaa välittäjiä, 14 omaisuudenhoitajia/investointipankkeja, 4 vakuutusenantajia, 3 kirjanpito-/tilintarkastusyhteisöjä, 2 luottoluokituslaitoksia, 4 liikkeeseenlaskijoita, 1 eläkelaitoksia), 2 kansalaisjärjestöä, 2 konsulttiyritystä/asianajotoimistoa, 2 kehityspankkia ja 1 korkeakoulu sekä Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen arvopaperimarkkina-alan osallisryhmä ja finanssipalvelujen käyttäjäryhmä. Sidosryhmät olivat 18 jäsenvaltiosta: AT, BE, CZ, DE, DK, EE, EL, ES, FI, FR, HR, IE, IT, LV, NL, PL, SE, UK.

sidosryhmistä oli sillä kannalla, että pk-yritysten kasvumarkkinoilla toteutettavat suunnatut joukkovelkakirjaemissiot olisi vapautettava markkinoiden tunnustelusäännöistä, kun sijoittajat osallistuvat liikkeeseenlaskua koskeviin neuvotteluihin.

Suuri enemmistö vastaajista, jotka ottivat tähän kysymykseen kantaa, totesi, että helpotuksia olisi myönnettävä kaikille yritykselle, jotka on listattu pk-yritysten kasvumarkkinoilla. Vastaajat pitivät ”yksi markkina – yhdet yhtenäiset säännöt” -periaatetta tarpeellisena selkeyden vuoksi sekä sen vuoksi, että sijoittajat, liikkeeseenlaskijat ja rahoituksenvälittäjät omaksuisivat säännöt. Jotkin kauppapaikat ja liikkeeseenlaskijoiden edustajat väittivät kuitenkin, että kaikille pk-yrityksille olisi myönnettävä lakisääteisiä helpotuksia riippumatta siitä, onko ne listattu monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä vai säännellyllä markkinalla.

Suurin osa sidosryhmistä vastusti sääntöjä, jotka koskevat liikkeeseenlaskijoiden pakollista siirtymistä pk-yritysten kasvumarkkinalta säännellylle markkinalle. Sen sijaan ne katsoivat, että säännellylle markkinalle siirtyminen olisi aina jätettävä liikkeeseenlaskijan harkintavaltaan. Jotkin vastaajat olivat kuitenkin sitä mieltä, että listautujien siirtymistä olisi helpotettava asianmukaisilla sääntelykannustimilla, joilla pyritään vähentämään säännellylle markkinalle listautumisesta johtuvia hallinnollisia rasitteita ja kustannuksia. Eri sidosryhmät mainitsivat, että tällaisena kannustimena voisi olla esimerkiksi vapautus esitevelvollisuudesta tai kevennetty esite, kun liikkeeseenlaskija siirtyy pk-yritysten kasvumarkkinalta säännellylle markkinalle. Likviditeetin lisäämiseen tähtäävien 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 manipuloivaan hinnoittelukäyttäytymiseen. Muut kansalliset toimivaltaiset viranomaiset eivät kuitenkaan nähneet aiheutta huoleen, kunhan kehystä kalibroidaan manipuloinnin estämiseksi niin, että se vastaa nykyisiä hyväksyttyjä markkinakäytäntöjä.

(b) Pääomamarkkinaunionia koskevan toimintasuunnitelman väliarviointi

Komission yksiköt käynnistivät 20. tammikuuta 2017 pääomamarkkinaunionin väliarviointia koskevan julkisen kuulemisen. Monet vastaajat ehdottivat, että muille liikkeeseenlaskijoille kuin rahoituslaitoksille, erityisesti pk-yrityksille, asetettuja velvoitteita tarkastellaan oikeasuhteisesti uudelleen. Velvoitteita pidettiin liian työläinä, ja niiden katsottiin estävän kyseisten liikkeeseenlaskijoiden listautumisaikaista.

Listattuja yrityksiä koskevan oikeudellisen kehysten osalta vastaajat arvostelivat markkinoiden väärinkäyttöasetuksen eri näkökohtia. Esimerkiksi johtohenkilöiden liiketoimia ja sisäpiirilueteloja koskevia sääntöjä kritisoitiin liian raskaiksi monenkeskisissä kaupankäyntijärjestelmissä listatuille yrityksille. Sisäpiiritiedon määritelmää pidettiin liian monimutkaisena, ja sen arvioitiin aiheuttavan riskin siitä, että listatut liikkeeseenlaskijat ilmaisevat tietoja ennakoivasti ja liian aikaisin. Jotkin vastaajat katsoivat, että markkinoiden väärinkäyttöasetuksen mukaisen markkinoiden tunnustelun soveltamisala on liian laaja ja että monet markkinatoimijat suhtautuvat mahdollisen oikeudellisen riskin vuoksi vastahakoisesti markkinoiden tunnustelun yhteydessä tehtävään testaamiseen. Muut vastaajat katsoivat, että markkinoiden väärinkäyttöasetuksen ulottaminen koskemaan monenkeskisissä kaupankäyntijärjestelmissä listattuja yrityksiä tarkoittaa julkisille markkinoille pääsyn kallistumista sisäpiiritiedon seurannasta ja levittämisestä aiheutuvien välittömien kustannusten vuoksi.

(c) Finanssipalveluja koskevasta EU:n sääntelyjärjestelmästä esitetty kannanotto

Komission yksiköt esittivät 30. syyskuuta 2015 kannanottoesityksen, jonka tarkoituksena oli parantaa voimassa olevan finanssipalveluja koskevan sääntelyjärjestelmän laatua. Pyyntöön piiriin kuului myös palveluja, joilla on suoria liittymäkohtia pääomamarkkinaunionin toimiin. Kannanottoesitykseen vastanneet kannattivat laajasti pääomamarkkinoiden sääntelyn uudistuksia. Ne ilmaisivat kuitenkin huolensa siitä, miten markkinoiden väärinkäyttöä, esitettyä ja arvopaperimarkkinoita koskeva lainsäädäntö vaikuttaa pk-yritysten markkinarahoitukseen.

Jotkin vastaajat väittivät, että markkinoiden väärinkäyttöä koskeva sääntelyjärjestelmä aiheuttaa suurta rasitusta pk-yritysten kasvumarkkinoilla toimiville liikkeeseenlaskijoille ja että seurauksena voi lopulta olla toiminnan väheneminen ja pk-yritysten käytettävissä olevien rahoitusmahdollisuuksien supistuminen. Erityisen huolestuttavana pidettiin sitä, että liikkeeseenlaskijoiden sääntelymukaisten velvoitteiden, kuten sisäpiirilueteloiden toimittamisen ja johtohenkilöiden liiketoimista ilmoittamisen, soveltamisala ulotetaan monenkeskisissä kaupankäyntijärjestelmissä listattuihin yrityksiin.

• **Asiantuntijatiedon keruu ja käyttö**

Komission yksiköt järjestivät 14. marraskuuta 2017 asiantuntijaseminaarin, johon osallistui edustajia noin 25 arvopaperipörssistä, yhteensä 27 jäsenvaltiosta. Seminaarin tavoitteena oli keskustella teknisistä säännöksistä ja pk-yritysten pääsyä julkisille markkinoille koskevien sääntelypuutteiden mahdollisesta keventämisestä. Seminaari liittyi vuonna 2017 järjestetyn julkisen kuulemisen ”Oikeasuhteisen sääntely-ympäristön luominen pk-yritysten listautumiselle” valmisteluihin.

Useimmat osallistujat totesivat, että markkinoiden väärinkäyttöasetuksessa on asetettu pk-yrityksille kalliiksi käyviä velvoitteita ja tiukkoja vaatimuksia. Toisaalta ne myönsivät kuitenkin, että asetuksella on tärkeä rooli sijoittajien luottamuksen kannalta. Vastaajien mukaan tämä rasitus johtuu sisäpiiritiedon luonteesta sekä tiedon ilmaisemisesta vaaditusta yksityiskohtaisuudesta. Jotkut osallistujat pitivät ongelmallisena sen määrittämistä, mikä tarkalleen ottaen on sisäpiiritietoa. Jotkut muut taas kritisoivat markkinoiden väärinkäyttöasetuksen nojalla sovellettavia seuraamuksia ja pitivät niitä kohtuuttomina monenkeskisissä kaupankäyntijärjestelmissä listattujen yritysten kannalta, sillä tällaisten yritysten markkina-arvo on usein pienempi kuin 10 miljoonaa euroa. Muutamit osallistujat korostivat, ettei pk-yritysten kasvumarkkinoiden vapauttaminen sisäpiirilueteloja koskevasta velvoitteesta ole mielekästä, koska liikkeeseenlaskijat joutuvat kuitenkin toimittamaan sisäpiiriluetelot jälkikäteen ja niillä on oltava sitä varten menettelyt. Monet sidosryhmät valittivat tiukoista määräajoista, joiden kuluessa johtohenkilöiden on ilmoitettava liiketoimistaan. Ne katsoivat, että kolmen päivän määräaika olisi pidennettävä viiteen päivään tai että liikkeeseenlaskijoille olisi myönnettävä kaksi lisäpäivää tällaisten tietojen ilmoittamista varten. Jotkin niistä selittivät myös, että johtohenkilöiden liiketoimista olisi ilmoitettava vain silloin, kun ne ovat merkittäviä eli arvoltaan suurempia kuin nykyinen kynnyksiarvo (5 000 euroa). Kolme kauppapaikkaa oli lisäksi sillä kannalla, ettei markkinoiden väärinkäyttöasetuksen sääntöjä pitäisi soveltaa samalla tavalla oman pääoman ehtoisten rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskijoihin ja liikkeeseenlaskijoihin, jotka laskevat liikkeeseen ainoastaan vieraan pääoman ehtoisia rahoitusvälineitä. Yksi osallistuja selosti, että useimmat pk-yritysten joukkovelkakirjat ovat suljetulle sijoittajajoukolle suunnattuja, joten suunnattujen antien vapauttaminen markkinoiden tunnustelua koskevien sääntöjen soveltamisalasta olisi todellinen helpotus.

Seminaarissa tuotiin esiin, että markkinatoimijat toivovat enemmän selkeyttä likviditeetin tarjoamista koskeviin sopimuksiin ottaen huomioon niiden merkitys niin välittäjien kuin

yrittäjienkin kannalta. Jotkin sidosryhmät esittivät, ettei likviditeetin tarjoamista koskevista hyväksytyistä markkinakäytännöistä pitäisi luopua, ja toivoivat asiaan oikeusvarmuutta.

Komission yksiköt järjestivät 28. marraskuuta 2017 asiantuntijaseminaarin, joka kokosi yhteen noin 30 liikkeeseenlaskijoiden, sijoittajien, arvopaperivälittäjien ja muiden rahoituksenvälittäjien edustajaa.

Valtaosa sidosryhmistä oli sitä mieltä, että markkinoiden väärinkäyttöasetuksen soveltaminen aiheuttaa merkittäviä kustannuksia pk-yrityksille. Jotkin sidosryhmät ehdottivat, että markkinoiden väärinkäyttöasetuksesta pitäisi kokonaan luopua pk-yritysten markkinoilla tai että lainsäädännössä olisi palattava edellisen markkinoiden väärinkäyttöasetuksen mukaiseen sääntelyyn, koska uusi sääntely on monesti johtanut siihen, että yritykset pyrkivät poistamaan osakkeensa listalta. Sidosryhmät huomauttivat, että sisäpiiriluettelon pitämistä ja ajan tasalle saattamista koskeva poikkeus, josta säädetään markkinoiden väärinkäyttöasetuksessa, on merkitykseltään vähäinen, koska kansallinen toimivaltainen viranomainen voi edelleen pyytää yritystä antamaan erittäin suuren määrän tietoja, mihin pienemmillä liikkeeseenlaskijoilla ei juurikaan ole mahdollisuuksia. Jotkut osallistujat korostivat, että sisäpiirikauppa on suuri riski ja että se voi murentaa sijoittajien luottamusta. Siksi olisi kohtuullista edellyttää ainakin pysyviä sisäpiiriläisiä koskevan luettelo-osuuden pitämistä. Monet totesivat, ettei johtohenkilöiden liiketoimien ilmoittamiselle asetetun kolmen päivän määräajan pidentäminen vaaranna sijoittajansuojaa. Muutamet sidosryhmät olivat sillä kannalla, että 20 000 euron määrä olisi kohtuullisempi raja-arvo johtohenkilöiden liiketoimien ilmoittamiselle. Raja-arvoa voitaisiin niiden mielestä nostaa sitäkin suuremmaksi heikentämättä markkinoiden luotettavuutta. Muut sidosryhmät totesivat, että liikkeeseenlaskijoihin kohdistuva rasitus kevenisi, jos edellytettäisiin, että kansallinen toimivaltainen viranomainen julkistaa johtohenkilöiden liiketoimet. Jotkut osallistujat esittivät, että yrityksiä olisi kannustettava siirtymään pk-yritysten kasvumarkkinan listalta säännellyn markkinan listalle keventämällä esitevaatimuksia.

• **Vaikutustenarviointi**

Ehdotuksen liitteenä on vaikutustenarviointi, joka toimitettiin sääntelyntarkastelulautakunnalle 19. maaliskuuta 2018 ja jonka se hyväksyi tietyin varauksin 22. huhtikuuta 2018.

Sääntelyntarkastelulautakunta pyysi muuttamaan vaikutustenarviointiluonnosta niin, että siitä käy selkeämmin ilmi, i) mitkä ovat aloitteen perustelut toissijaisuusperiaatteen kannalta, ii) miten aloitteen soveltamisala on määritetty (mitä toimenpiteitä aloitteeseen on päätetty sisällyttää ja miten ne on ryhmitelty vaikutustenarvioinnissa eri vaihtoehtoisiksi) ja iii) miten parhaaksi arvioidut vaihtoehdot vaikuttavat sijoittajansuojaan. Lautakunnan esittämät kommentit on käsitelty ja otettu huomioon vaikutustenarvioinnin lopullisessa versiossa.

Vaikutustenarvioinnissa analysoidaan useita toimintavaihtoehtoja, joilla pyritään kahteen tavoitteeseen: vähentämään pk-yritysten kasvumarkkinoiden liikkeeseenlaskijoiden hallinnollista rasitusta ja edistämään kyseisissä kauppapaikoissa listalle otettujen oman pääoman ehtoisten rahoitusvälineiden likviditeettiä niin, että samalla säilytetään korkeatasoinen sijoittajansuoja ja markkinoiden luotettavuus.

Komissio on analysoinut ongelmia, jotka voivat haitata rahoitusvälineiden tarjontaa pk-yritysten kasvumarkkinoilla sekä niiden kysyntää (erityisesti likviditeettikysymystä, joka saattaa estää sijoittajia tekemästä sijoituksia näillä markkinoilla). Vaikutustenarvioinnissa on selostus kolmesta ongelmien taustalla olevasta tekijästä: 1) listattuihin pk-yrityksiin kohdistuva rasitus, joka johtuu markkinoiden väärinkäyttöasetuksen soveltamisesta, 2) pk-

yritysten kasvumarkkinoiden puutteellinen määritelmä ja 3) pk-yritysten kasvumarkkinoiden kaupankäyntiä ja likviditeettiä edistävien järjestelyjen puute.

On huomattava, että osa näistä ongelmista juontuu MiFID II -direktiivin tason 2 toimenpiteiden soveltamisesta. Ne ratkaistaan tekemällä erillisiä muutoksia komission delegoituun asetukseen (EU) 2017/565.

Jäljempänä olevassa taulukossa on yhteenveto pk-yritysten kasvumarkkinoiden liikkeeseenlaskijoille (markkinoiden väärinkäyttöasetuksessa ja esiteasetuksessa) myönnettyistä erilaisista helpotuksista sekä toimenpiteistä, joiden tarkoituksena on parantaa pk-yritysten osakkeiden likviditeettiä, ja niiden vaikutuksista asianomaisiin sidosryhmiin.

Parhaiksi arvioidut vaihtoehdot	Asianomaisiin markkinoihin/aloihin kohdistuvat vaikutukset
Parhaiksi arvioidut vaihtoehdot – markkinoiden väärinkäyttöasetus	
Asetetaan uusi määräaika johtohenkilöiden liiketoimien julkistamiselle (2 päivää johtohenkilöiden tekemän ilmoituksen päivämäärästä)	Pk-yritysten kasvumarkkinoiden hallinnollinen rasitus kevenee, kun varmistetaan, että niillä on riittävästi aikaa julkistaa johtohenkilöiden liiketoimet. Määräajan alkamishetken muuttaminen ei vaikuttane suuremmalti tai lainkaan markkinoiden luotettavuuteen.
Asetetaan velvollisuus pitää luetteloa ”pysyvistä sisäpiiriläisistä”	Pk-yritysten kasvumarkkinoihin kohdistuva rasitus kevenee, sillä ne välttyvät kustannuksilta, joita aiheutuu laadittaessa tapauskohtainen sisäpiiriluetelo jokaisesta yksittäisestä sisäpiiritiedosta. Vaikutukset kansallisten toimivaltaisten viranomaisten kykyyn havaita sisäpiirikaupat ovat erittäin vähäisiä, sillä käytännössä viranomaiset tukeutuvat vain harvoin sisäpiiriluieteluihin.
Edellytetään, että sisäpiiritiedon julkistamisen lykkäämistä koskevat perustelut on esitettävä vain pyynnöstä (ei myöskään tarvetta pitää kirjaa tietojen ilmaisemisesta)	Pk-yritysten kasvumarkkinoiden liikkeeseenlaskijoille aiheutuva hallinnollinen rasitus kevenee, kun ne vapautetaan pitkien tietoluetteloiden kirjaamisvelvollisuudesta. Vaikutus markkinoiden luotettavuuteen on erittäin vähäinen, koska lykkäämistapauksissa on kuitenkin tehtävä ilmoitus kansallisille toimivaltaisille viranomaisille ja koska näillä on mahdollisuus pyytää perusteluja (jotka liikkeeseenlaskijat laativat jälkikäteen).
Myönnetään institutionaalisille sijoittajille suunnatuille neuvottelupohjaisille joukkovelkakirjaemissioille poikkeus markkinoiden tunnustelujärjestelmän soveltamisesta, kun käytössä on vaihtoehtoinen wall-crossing-menettely	Tämä keventää hallinnollista rasitusta niin liikkeeseenlaskijoiden (ja niiden lukuun toimivien) kuin sijoittajienkin keskuudessa ja helpottaa liikkeeseenlaskua näiden suunnattujen emissioiden yhteydessä. Vaihtoehtoinen wall-crossing-menettely varmistaa sen, että kaikki osapuolet ovat tietoisia sisäpiiritiedon ilmaisemiseen liittyvistä velvoitteistaan.

Luodaan likviditeetin tarjoamista koskeviin sopimuksiin sovellettava eurooppalainen järjestelmä pk-yritysten kasvumarkkinoilla toimiville oman pääoman ehtoisten rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskijoille, ja annetaan kansallisille toimivaltaisille viranomaisille mahdollisuus vahvistaa hyväksytyjä markkinakäytäntöjä	Näin voidaan parantaa likviditeettiä ja vähentää pk-yritysten osakkeiden volatiliteettiä, mikä puolestaan lisää pk-yritysten kasvumarkkinoiden houkuttelevuutta sijoittajien, välittäjien ja pörssien keskuudessa.
Parhaiksi arvioidut vaihtoehdot – esiteasetus	
Otetaan käyttöön kevennetty ”siirtymisesite” sellaisille pk-yritysten kasvumarkkinoiden liikkeeseenlaskijoille, jotka ovat olleet listautuneita vähintään kolme vuotta ja haluavat edetä säännellyille markkinoille	Yritysten eteneminen pk-yritysten kasvumarkkinalta säännellylle markkinalle helpottuu, kun niille annetaan mahdollisuus laatia yksinkertaistettu esite.

Vaikutustenarvioinnissa huomautetaan myös, että johdonmukaisuuden, yksinkertaisuuden ja selkeyden vuoksi ja ottaen huomioon sekä sijoittajat että liikkeeseenlaskijat on suotavaa, että markkinoiden väärinkäyttöasetuksen mukaiset helpotukset ovat kaikkien pk-yritysten kasvumarkkinoilla listattujen yritysten, eivätkä ainoastaan kyseisissä kauppapaikoissa listattujen pk-yritysten, käytettävissä.

Vaikutustenarvioinnissa todetaan, että ehdotettu toimenpidepaketti (käsillä oleva ehdotettu koontiasetus sekä MiFID II -direktiivin tason 2 toimenpiteisiin suunnitellut kohdennetut muutokset) edistää pääomamarkkinaunionin yleistä tavoitetta eli pienempien yritysten helpompaa pääsyä pääomamarkkinoille. Toimenpidepaketilla tuetaan pk-yritysten kasvumarkkinoille listautuneita yrityksiä vähentämällä niiden hallinnollista raskautta ja parantamalla likviditeettiä. Vaikutustenarvioinnissa korostetaan kuitenkin, ettei aloitteeseen kuuluvilla sääntelytoimenpiteillä ole suurta vaikutusta listautumista harkitsevien pienten yritysten tilanteeseen.

- **Sääntelyn toimivuus ja yksinkertaistaminen**

Tämän aloitteen tarkoituksena on osaltaan vähentää säännösten noudattamisesta pk-yritysten kasvumarkkinoiden liikkeeseenlaskijoille aiheutuvia kustannuksia. Markkinoiden väärinkäyttöasetukseen suunniteltujen muutosten myötä on mahdollista vähentää kustannuksia 4,03–9,32 miljoonaa euroa vuodessa. Mainitun asetuksen soveltamisesta aiheutuvat kustannukset pienenevät 15–17,5 prosenttia liikkeeseenlaskijaa kohden. Uusi ”siirtymisesite”, joka mahdollistaa liikkeeseenlaskijoiden siirtymisen pk-yritysten kasvumarkkinalta säännellylle markkinalle, tuo arviolta 4,8–7,2 miljoonan euron kustannussäästöt vuotta kohden. Tällainen esite pienentää asiakirjan laadintakustannuksia 25–28,5 prosenttia.

- **Perusoikeudet**

Tulevissa lainsäädäntötoimenpiteissä on noudatettava Euroopan unionin perusoikeuskirjassa vahvistettuja asianomaisia perusoikeuksia. Ehdotuksessa kunnioitetaan perusoikeuksia ja otetaan huomioon perusoikeuskirjassa tunnustetut periaatteet, erityisesti elinkeinovapaus (16 artikla) ja kuluttajansuoja (38 artikla). Tämän aloitteen tavoitteena on keventää pieniin liikkeeseenlaskijoihin kohdistuvaa hallinnollista raskautta, joten se edistää osaltaan elinkeinovapautta. Markkinoiden väärinkäyttöasetukseen ja esiteasetukseen suunniteltujen muutosten ei pitäisi vaikuttaa kuluttajansuojaan, koska nämä kohdennetut muutokset on muotoiltu siten, että korkeatasoinen markkinoiden luotettavuus ja sijoittajansuoja säilyvät.

4. TALOUSARVIOVAIKUTUKSET

Aloitteella ei odoteta olevan merkittävää vaikutusta EU:n talousarvioon.

5. LISÄTIEDOT

- **Toteuttamissuunnitelmat, seuranta, arviointi ja raportointijärjestelyt**

Komissio seuraa uuden asetuksen vaikutuksia. Tärkeimmät parametrit, joilla mitataan asetuksen vaikuttavuutta eli asetettujen tavoitteiden saavuttamista (esimerkiksi hallinnollisen raskautuksen keventyminen ja likviditeetin lisääntyminen), ovat seuraavat:

- (1) vaikutukset pk-kasvumarkkinoiden liikkeeseenlaskijoihin ja markkinoiden ylläpitäjiin
 - (a) rekisteröityjen pk-yritysten kasvumarkkinoiden lukumäärä
 - (b) listautumisten lukumäärä ja markkina-arvo pk-yritysten kasvumarkkinoilla
 - (c) listautumisantien (IPO) ja joukkovelkakirjojen liikkeeseenlaskujen (IBO) lukumäärä ja koko pk-yritysten kasvumarkkinoilla
 - (d) eurooppalaisten pk-yritysten listautumisantien ja joukkovelkakirjojen liikkeeseenlaskujen lukumäärä ja koko kolmansissa maissa
 - (e) pankkirahoituksen ja pääomamarkkinoihin perustuvan rahoituksen suhde pk-yritysten ulkoisessa rahoituksessa
 - (f) institutionaalisille sijoittajille suunnattujen joukkovelkakirjaemissioiden lukumäärä ja volyymi
 - (g) ”siirtymisesitteiden” lukumäärä
- (2) vaikutukset pk-yritysten kasvumarkkinoiden likviditeettiin
 - (a) liikkeeseenlaskijoiden tekemien likviditeettisopimusten lukumäärä
 - (b) liiketoimien volyymit (kalibroituina kunkin kauppapaikan listautumisten lukumäärään nähden)
 - (c) yleisön hallussa olevien osakkeiden keskimääräinen osuus
 - (d) osto- ja myyntitarjousten erojen keskiarvo listautumisissa
 - (e) keskimääräinen likviditeetti tarjouskirjan ensimmäisellä tasolla
 - (f) keskimääräinen tarjouskirjan syvyys
 - (g) keskimääräinen aika toimeksiantojen toteuttamiseen

(h) keskimääräinen päivittäinen volatiliteetti.

Tämä indikaattoriluettelo ei ole tyhjentävä, ja sitä voidaan laajentaa muiden vaikutusten seurantaa varten. Lisäindikaattoreista voi olla apua esimerkiksi silloin, kun halutaan mitata vaikuttavuutta sellaisten muiden sääntelytoimiin kuulumattomien toimien osalta, jotka sisältyvät laajempaan pk-yritysten listautumista koskevaan toimenpidepakettiin. Olisi myös huomattava, että luettelossa mainituille indikaattoreille ei ole asetettu mitään konkreettisia määrällisiä tavoitteita. Koska on olemassa monia erilaisia tekijöitä, jotka vaikuttavat voimakkaasti indikaattoreihin mutta joita ei käsitellä tässä aloitteessa, aloitteen vaikuttavuutta olisi mitattava pikemminkin indikaattoreiden suuntaa-antavan kehityksen perusteella.

Monet indikaattoreista edellyttävät apua ja tietoja jäsenvaltioilta, kansallisilta toimivaltaisilta viranomaisilta, Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaiselta (EAMV) ja markkinoiden ylläpitäjiltä. Tämä koskee erityisesti likviditeettiä kuvaavia indikaattoreita.

- **Ehdotukseen sisältyvien säännösten yksityiskohtaiset selitykset**

- (a) Markkinoiden väärinkäyttöasetuksen muuttaminen

Kokeneille sijoittajille suunnattujen joukkovelkakirjaemissioiden yhteydessä myönnetään poikkeus markkinoiden tunnustelujärjestelmän soveltamisesta

Komissio ehdottaa muutosta markkinoiden väärinkäyttöasetuksen 11 artiklan säännöksiin, jotka koskevat markkinoiden tunnustelua. Muutoksen tarkoituksena on tukea suunnattujen joukkovelkakirjaemissioiden markkinoiden kehittymistä. Kokeneille sijoittajille suunnatut joukkovelkakirjaemissiot (eli velkakirjojen julkinen liikkeeseenlasku, joka on osoitettu yksinomaan esiteasetuksen määritelmän mukaisille kokeneille sijoittajille) saattavat nykyisin kuulua markkinoiden tunnustelujärjestelmän soveltamisalaan. Tämä johtuu siitä, että tällainen liikkeeseenlasku saattaa vaikuttaa sellaisen liikkeeseenlaskijan luottokelpoisuuteen, jonka arvopapereita (esim. osakkeita tai joukkovelkakirjoja) on jo otettu kaupankäynnin kohteeksi kauppapaikassa, ja kyseessä voi siten olla sisäpiiritietoa.

Markkinoiden väärinkäyttöasetuksen 11 artiklaan tehtävällä teknisellä muutoksella pyritään selventämään, ettei markkinoiden tunnustelujärjestelmää sovelleta tietojen välittämiseen sellaisille mahdollisille kokeneille sijoittajille, joiden kanssa neuvotellaan kaikista suunnattuun joukkovelkakirjatransaktioon liittyvistä ehdoista (sopimusehdot mukaan luettuina). Tätä poikkeusta voidaan käyttää, jos i) suunnattua joukkovelkakirjaemissiota kaavailevan liikkeeseenlaskijan oman tai vieraan pääoman ehtoiset rahoitusvälineet on jo otettu kaupankäynnin kohteeksi pk-yritysten kasvumarkkinalla ja ii) käytössä on vaihtoehtoinen wall-crossing-menettely²⁰, jonka mukaisesti mahdolliset kokeneet sijoittajat hyväksyvät sääntelyyn liittyvät velvoitteet, jotka johtuvat pääsystä sisäpiiritietoon. Tällainen wall-crossing-menettely voi olla muodoltaan esimerkiksi salassapitosopimus.

Likviditeetin tarjoamista koskeva sopimus pk-yritysten kasvumarkkinoiden liikkeeseenlaskijoille

Markkinoiden väärinkäyttöasetuksen 13 artiklaan tehtävien muutosten myötä pk-yritysten kasvumarkkinoiden liikkeeseenlaskijoille annetaan mahdollisuus tehdä rahoituksenvälittäjän kanssa likviditeetin tarjoamista koskeva sopimus, jossa rahoituksenvälittäjälle annetaan tehtäväksi parantaa liikkeeseenlaskijan osakkeiden likviditeettiä. Tämä on sallittua siinäkin tapauksessa, ettei pk-yritysten kasvumarkkinan sijaintivaltion toimivaltainen viranomainen ole vahvistanut markkinoiden väärinkäyttöasetuksen 13 artiklan mukaista hyväksyttyä markkinakäytäntöä likviditeetin tarjoamista koskevien sopimusten osalta.

²⁰ Wall-crossing tarkoittaa sitä, että henkilöstä tehdään ”sisäpiiriläinen” antamalla hänelle sisäpiiritietoja.

Tähän mahdollisuuteen liittyy kolme ehtoa: i) likviditeetin tarjoamista koskeva sopimus täyttää 13 artiklan 2 kohdassa ja Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen laatimissa teknisissä täytäntöönpanostandeissa vahvistetut edellytykset, ii) likviditeetin tarjoaja on MiFID II -direktiivin mukaisesti toimiluvan saanut sijoituspalveluyritys ja sen pk-yritysten kasvumarkkinan jäsen, jolla liikkeeseenlaskijan osakkeet on otettu kaupankäynnin kohteeksi, ja iii) pk-yritysten kasvumarkkinoita ylläpitävä markkinoiden ylläpitäjä tai sijoituspalveluyritys on saanut tiedon likviditeettisopimuksen tekemisestä ja hyväksyy sopimuksen ehdot. Kyseiset kolme edellytystä on täytettävä jatkuvasti, ja asianomaiset kansalliset toimivaltaiset viranomaiset voivat pyytää likviditeettisopimuksen jäljennöksen liikkeeseenlaskijalta tai sijoituspalveluyritykseltä, joka toimii likviditeetin tarjoajana.

Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen valtuutetaan laatimaan tekniset täytäntöönpanostandardit, joissa vahvistetaan likviditeettisopimuksen malli. Teknisissä täytäntöönpanostandeissa asetetaan vaatimukset, jotka tällaisten likviditeettisopimusten on täytettävä, jotta ne olisivat laillisia kaikissa jäsenvaltioissa.

Tämä uusi säännös ei estä jäsenvaltioita vahvistamasta markkinoiden väärinkäyttöasetuksen 13 artiklan mukaista hyväksyttyä markkinakäytäntöä, jossa likviditeettisopimukset räätälöidään paikallisten olosuhteiden mukaan tai sisällytetään likviditeettisopimusten soveltamisalaan pk-yritysten kasvumarkkinoiden liikkeeseenlaskijoiden lisäksi esimerkiksi säännellyillä markkinoilla listalle otetut epälikvidit arvopaperit.

Sisäpiiritiedon julkistamisen lykkäämisperustelut

Markkinoiden väärinkäyttöasetuksen 17 artiklaan tehtävän muutoksen tavoitteena on vähentää pk-yritysten kasvumarkkinoiden liikkeeseenlaskijoille asetettuja velvoitteita, kun ne päättävät lykätä sisäpiiritiedon julkistamista.

Tämän muutoksen mukaan pk-yritysten kasvumarkkinoiden liikkeeseenlaskijat ovat edelleen velvollisia ilmoittamaan lykkäyksestä asianomaiselle kansalliselle toimivaltaiselle viranomaiselle mutta ne joutuvat perustelemaan lykkäyksen syyt ainoastaan kansallisen toimivaltaisen viranomaisen pyynnöstä (sen sijaan, että perustelut esitettäisiin kaikissa tilanteissa). Lisäksi muutos tarkoittaa, että pk-yritysten kasvumarkkinoiden liikkeeseenlaskijat vapautetaan velvollisuudesta pitää jatkuvasti luetteloa, joka sisältää yksityiskohtaiset tiedot lykkäämisen perusteluista (kuten nykyisin säädetään komission täytäntöönpanoasetuksessa (EU) 2016/1055). Perustelut laaditaan jälkikäteen, jos ja kun liikkeeseenlaskija saa pyynnön kansalliselta toimivaltaiselta viranomaiselta.

Pk-yritysten kasvumarkkinoiden sisäpiiriluetelot

Markkinoiden väärinkäyttöasetuksen mukaan (18 artiklan 6 kohta) pk-yritysten kasvumarkkinoiden liikkeeseenlaskijoiden ei tarvitse pitää jatkuvasti yllä sisäpiirilueteloa, jos i) liikkeeseenlaskija toteuttaa kaikki kohtuulliset toimet varmistaakseen, että kaikki henkilöt, joilla on pääsy sisäpiiritietoon, tunnustavat tähän liittyvät oikeudelliset ja sääntelyyn liittyvät velvoitteet sekä ovat tietoisia sovellettavista seuraamuksista ja ii) liikkeeseenlaskija pystyy toimittamaan toimivaltaiselle viranomaiselle pyynnöstä sisäpiiriluetelon.

Nyt esitettävässä muutoksessa ehdotetaan, että nykyisen markkinoiden väärinkäyttöasetuksen mukainen pk-yritysten liikkeeseenlaskijoille tarkoitettu helpotus korvataan pysyvien sisäpiiriläisten luettelolla, joka ei ole yhtä työläs laatia. Pk-yritykset pystyvät helpommin laatimaan tällaisen luettelon. Luettelon sisältö on tarkoituksenmukainen myös sisäpiirikauppoja koskevissa tutkimuksissa, joita kansalliset toimivaltaiset viranomaiset suorittavat. Pysyviä sisäpiiriläisiä koskeva luettelo sisältää kaikki henkilöt, joilla on säännöllinen pääsy liikkeeseenlaskijaan liittyvään sisäpiiritietoon liikkeeseenlaskijassa hoitamiensa tehtävien vuoksi (esimerkiksi hallinto-, johto- ja valvontaelinten jäsenet) tai

asemansa vuoksi (johtajat, jotka asemansa vuoksi tekevät johdon päätöksiä, jotka vaikuttavat liikkeeseenlaskijan tulevaan kehitykseen ja liiketoimintanäkymiin, ja hallintohenkilöstö, jolla on säännöllinen pääsy sisäpiiritietoon). Tämä helpotus myönnetään ainoastaan pk-yritysten kasvumarkkinoiden liikkeeseenlaskijoille rajoittamatta kuitenkaan niiden puolesta tai lukuun toimivien henkilöiden (kuten kirjanpitäjät, lakimiehet ja luokituslaitokset) velvollisuuksia laatia, saattaa ajan tasalle ja toimittaa kansalliselle toimivaltaiselle viranomaiselle tämän pyynnöstä omia sisäpiiriluetteloja 18 artiklan 1–5 kohdan mukaisesti.

Pk-yritysten kasvumarkkinoiden liikkeeseenlaskijoiden johtohenkilöiden liiketoimet

Johtotehtävissä toimivien henkilöiden sekä heidän lähipiiriinsä kuuluvien henkilöiden on ilmoitettava liiketoimensa kansalliselle toimivaltaiselle viranomaiselle ja liikkeeseenlaskijalle kolmen päivän kuluessa liiketoimen toteuttamispäivästä. Toisaalta liikkeeseenlaskijan on myös julkistettava nämä tiedot markkinoille viimeistään kolmen päivän kuluttua liiketoimesta. Julkiseen kuulemiseen vastanneet korostivat sitä, että ilmoituksen tekemiselle asetettua kolmen päivän määräaikaa on teknisesti mahdotonta noudattaa silloin, kun liikkeeseenlaskija saa tiedot johtohenkilöltä jo myöhässä, sillä kolmen päivän määräaika pitää sisällään johtotehtävissä toimivien henkilöiden sekä heidän lähipiiriinsä kuuluvien henkilöiden ilmoitukset liikkeeseenlaskijalle ja liikkeeseenlaskijan ilmoituksen markkinoille.

Tämän muutoksen mukaan pk-yritysten kasvumarkkinoiden liikkeeseenlaskijoiden johtotehtävissä toimivien henkilöiden sekä heidän lähipiiriinsä kuuluvien henkilöiden on ilmoitettava tiedot liikkeeseenlaskijalle ja kansalliselle toimivaltaiselle viranomaiselle kolmen työpäivän kuluessa. Johtotehtävissä toimivien henkilöiden sekä heidän lähipiiriinsä kuuluvien henkilöiden tekemän ilmoituksen jälkeen liikkeeseenlaskijalla on vielä kaksi ylimääräistä päivää aikaa tietojen julkistamiseen.

(b) Esiteasetuksen muuttaminen

Siirtymisesite

Liikkeeseenlaskijat, jotka ovat olleet tietyn ajan listautuneina pk-yritysten kasvumarkkinalla, joutuvat laatimaan kattavan esitteen, kun ne haluavat edetä säännellylle markkinalle. Tämä johtuu siitä, ettei tällaisia tilanteita varten ole käytettävissä kevennettyjä esitejärjestelyjä (kuten ”EU:n kasvuesite” tai listautumisen jälkeisiin liikkeeseenlaskuihin tarkoitettu yksinkertaistettu esite). Tämän esiteasetukseen tehtävän muutoksen myötä luodaan kevennetty ”siirtymisesite” sellaisille yrityksille, jotka ovat olleet vähintään kolmen vuoden ajan listautuneina pk-yrityksen kasvumarkkinalla ja haluavat siirtyä säännellylle markkinalle. Pk-yritysten kasvumarkkinoiden liikkeeseenlaskijoihin sovelletaan markkinoiden väärinkäyttöasetuksen ja pk-yrityksen kasvumarkkinan ylläpitäjän sääntöjen mukaisia jatkuvaa tietojen julkistamista koskevia velvoitteita, kuten direktiivissä 2014/65/EU edellytetään. Ne antavat sinänsä paljon tietoa sijoittajille. Tällaisessa tilanteessa olevien liikkeeseenlaskijoilla olisi näin ollen oltava mahdollisuus laatia siirtymisesite (joka perustuu listautumisen jälkeisiin liikkeeseenlaskuihin tarkoitettuun esiteasetuksen mukaiseen yksinkertaistettuun esitteeseen). On tarkoitus, että tällaista esitettä voivat käyttää pk-kasvumarkkinoiden liikkeeseenlaskijat, jotka hakevat i) arvopapereidensa ottamista kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla tai ii) sekä olemassa olevien että uusien arvopapereiden ottamista kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla.

Ehdotus

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

(ETA:n kannalta merkityksellinen teksti)

EUROOPAN PARLAMENTTI JA EUROOPAN UNIONIN NEUVOSTO, jotka

ottavat huomioon Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen ja erityisesti sen 114 artiklan,

ottavat huomioon Euroopan komission ehdotuksen,

sen jälkeen, kun esitys lainsäätämisjärjestyksessä hyväksyttäväksi säädökseksi on toimitettu kansallisille parlamenteille,

ottavat huomioon Euroopan keskuspankin lausunnon¹,ottavat huomioon Euroopan talous- ja sosiaalikomitean lausunnon²,noudattavat tavallista lainsäätämisjärjestystä³,

sekä katsovat seuraavaa:

- (1) Pääomamarkkinaunionia koskevan aloitteen tavoitteena on vähentää riippuvuutta pankkien luotonannosta, monipuolistaa pienten ja keskisuurten yritysten, jäljempänä 'pk-yritykset', markkinaperusteisia rahoituslähteitä sekä edistää pk-yritysten joukkovelkakirjojen ja osakkeiden liikkeeseenlaskua julkisilla markkinoilla. Unioniin sijoittautuneille yrityksille, jotka pyrkivät hankkimaan pääomaa kauppapaikossa, aiheutuu suuria kertaluonteisia ja jatkuvia kustannuksia tietojen julkistamisesta ja säännösten noudattamisesta. Nämä kustannukset voivat jo sinänsä estää niitä hakemasta kaupankäynnin kohteeksi ottamista unionin kauppapaikoissa. Lisäksi pk-yritysten unionin kauppapaikoissa liikkeeseen laskemat osakkeet kärsivät usein alhaisemmasta likviditeetistä ja suuremmasta volatilitteetista, mikä nostaa pääomakustannuksia ja tekee tästä rahoituslähteestä liian kuormittavan.
- (2) Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivillä 2014/65/EU⁴ on luotu uudentyyppinen kauppapaikka, pk-yritysten kasvumarkkinat. Ne ovat monenkeskisten kaupankäyntijärjestelmien alaryhmä, ja niiden avulla on määrä helpottaa pk-yritysten mahdollisuuksia saada pääomaa sekä sellaisten erikoistuneiden markkinoiden kehitystä, joiden tarkoituksena on palvella pienten ja keskisuurten liikkeeseenlaskijoiden tarpeita. Direktiivissä 2014/65/EU todetaan lisäksi, että olisi

¹ EUVL C [...], [...], s. [...].

² EUVL C , , s. .

³ Euroopan parlamentin kanta, vahvistettu ... (EUVL ...), ja neuvoston päätös, annettu

⁴ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/65/EU, annettu 15 päivänä toukokuuta 2014, rahoitusvälineiden markkinoista sekä direktiivin 2002/92/EY ja direktiivin 2011/61/EU muuttamisesta (EUVL L 173, 12.6.2014, s. 349).

”kiinnitettävä huomiota siihen, miten tulevalla lainsäädännöllä voidaan edistää näiden markkinoiden käyttöä siten, että niistä tulee sijoittajien kannalta houkuttelevia, ja miten voidaan vähentää hallinnollista rasitetta ja luoda pk-yrityksille uusia kannustimia, jotta ne pääsevät pääomamarkkinoille pk-yritysten kasvumarkkinoiden kautta”.

- (3) On kuitenkin pantu merkille, että pk-yritysten kasvumarkkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otetuille liikkeeseenlaskijoille on tarjolla suhteellisen vähän lakisääteisiä helpotuksia verrattuna liikkeeseenlaskijoihin, jotka on otettu kaupankäynnin kohteeksi monenkeskisissä kaupankäyntijärjestelmissä tai säännellyillä markkinoilla. Useimpia Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) N:o 596/2014⁵ vaatimuksia sovelletaan samalla tavoin kaikkiin liikkeeseenlaskijoihin riippumatta niiden koosta tai kauppapaikasta, joissa niiden rahoitusvälineet on otettu kaupankäynnin kohteeksi. Se, että pk-yritysten kasvumarkkinoiden ja monenkeskisten kaupankäyntijärjestelmien liikkeeseenlaskijoiden välillä ei tehdä suurtakaan eroa, on tekijä, joka estää monenkeskisiä kaupankäyntijärjestelmiä rekisteröitymästä pk-yritysten kasvumarkkinoiksi. Tästä on osoituksena se, että pk-yritysten kasvumarkkinaksi hakeutuminen on toistaiseksi vähäistä. Siksi on tarpeen ottaa käyttöön lisähelpotuksia, jotta voidaan tukea riittävästi pk-yritysten kasvumarkkinoiden käyttöä.
- (4) Pk-yritysten kasvumarkkinoiden houkuttelevuutta olisi lisättävä vähentämällä edelleen hallinnollista rasitusta ja säännösten noudattamisesta johtuvia kustannuksia, joita pk-yritysten kasvumarkkinoiden liikkeeseenlaskijoille aiheutuu. Jotta säännösten noudattamista koskevat vaatimukset voitaisiin säilyttää mahdollisimman tiukkoina säännellyillä markkinoilla, tässä asetuksessa säädetyt helpotukset olisi rajattava yrityksiin, jotka on listattu pk-yritysten kasvumarkkinoilla. Tämä rajausta olisi tehtävä siitä huolimatta, ettei kaikkia pk-yrityksiä ole listattu pk-yritysten kasvumarkkinoilla eivätkä kaikki pk-yritysten kasvumarkkinoilla listatut yritykset ole pk-yrityksiä. Direktiivin 2014/65/EU mukaan enintään 50 prosenttia pk-yritysten kasvumarkkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otetuista yrityksistä voi olla muita kuin pk-yrityksiä. Tällä vaatimuksella halutaan pitää yllä pk-yritysten kasvumarkkinoiden liiketoimintamallin kannattavuutta muun muassa muiden kuin pk-yritysten arvopapereiden likviditeetin avulla. Tiettyjä riskejä syntyy, kun samantyyppisellä kauppapaikalla, tässä tapauksessa pk-yritysten kasvumarkkinoilla, listattuihin liikkeeseenlaskijoihin sovelletaan erilaisia sääntöjä. Sen vuoksi tässä asetuksessa säädetyt muutoksia ei pitäisi rajata koskemaan ainoastaan sellaisia liikkeeseenlaskijoita, jotka ovat pk-yrityksiä. Jotta muutokset olisivat johdonmukaisia liikkeeseenlaskijoiden kannalta ja selkeitä sijoittajien näkökulmasta, säännösten noudattamisesta aiheutuvien kustannusten ja hallinnollisen rasituksen vähentämisen piiriin olisi otettava kaikki pk-yritysten kasvumarkkinoiden liikkeeseenlaskijat niiden markkina-arvosta riippumatta. Kun liikkeeseenlaskijoihin sovelletaan samoja sääntöjä, voidaan olla varmoja, ettei yrityksiä rangaista sen vuoksi, että ne ovat kasvamassa eivätkä ole enää pk-yrityksiä.
- (5) Asetuksen (EU) N:o 596/2014 11 artiklan mukaan markkinoiden tunnustelulla tarkoitetaan tietojen välittämistä yhdelle tai useammalle potentiaaliselle sijoittajalle ennen kuin liiketoimesta ilmoitetaan, jotta voidaan kartoittaa potentiaalisten sijoittajien kiinnostusta mahdolliseen liiketoimeen ja siihen liittyviä ehtoja, kuten kokoa tai hinnoittelua. Suunnatun joukkovelkakirjaemission neuvotteluvaiheessa pk-

⁵ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 596/2014, annettu 16 päivänä huhtikuuta 2014, markkinoiden väärinkäytöstä (markkinoiden väärinkäyttöasetus) sekä Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY ja komission direktiivien 2003/124/EY, 2003/125/EY ja 2004/72/EY kumoamisesta (EUVL L 173, 12.6.2014, s. 1).

yri­tysten kasvumarkkinoiden liikkeeseenlaskijat aloittavat neuvottelut potentiaalisista (Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksessa (EU) 2017/1129⁶ määritellyistä) kokeneista sijoittajista muodostuvan rajoitetun ryhmän kanssa ja neuvottelevat kaikista sopimusehdoista kyseisten kokeneiden sijoittajien kanssa. Suunnatun joukkovelkakirjaemission neuvotteluvaiheessa tietojen välittämisen tavoitteena on strukturoida ja viimeistellä koko liiketoimi eikä mitata mahdollisten sijoittajien kiinnostusta tiettyä ennalta määritettyä liiketoimea kohtaan. Markkinoiden tunnustelun edellyttäminen suunnatuissa joukkovelkakirjaemissioissa voi siten olla kuormittavaa ja vähentää sekä liikkeeseenlaskijoiden että sijoittajien halukkuutta aloittaa keskusteluja tällaisista liiketoimista. Jotta suunnattujen joukkovelkakirjaemissioiden houkuttelevuutta voidaan lisätä pk-yri­tysten kasvumarkkinoilla, tällaiset liiketoimet olisi jätettävä markkinoiden tunnustelun soveltamisalan ulkopuolelle edellyttäen, että käytössä on asianmukainen salassapitosopimus.

- (6) Liikkeeseenlaskijan osakkeiden likviditeettiä voidaan tiettyssä määrin saada aikaan likviditeettijärjestelyillä, kuten markkinatakausjärjestelyillä tai likviditeettisopimuksilla. Markkinatakausjärjestely tarkoittaa markkinoiden ylläpitäjän ja kolmannen osapuolen välistä sopimusta, jossa kyseinen kolmas osapuoli sitoutuu pitämään yllä tiettyjen osakkeiden likviditeettiä ja saa vastineeksi alennuksia kaupankäyntimaksuista. Likviditeettisopimus tarkoittaa liikkeeseenlaskijan ja kolmannen osapuolen välistä sopimusta, jossa kyseinen kolmas osapuoli sitoutuu tarjoamaan likviditeettiä liikkeeseenlaskijan osakkeiden yhteydessä ja liikkeeseenlaskijan puolesta. Likviditeettisopimuksia olisi oltava kaikkien pk-yri­tysten kasvumarkkinoiden liikkeeseenlaskijoiden saatavilla kaikkialla unionissa tietyin edellytyksin, jotta voidaan varmistaa markkinoiden luotettavuus kaikilta osin. Kaikki toimivaltaiset viranomaiset eivät ole asetuksen (EU) N:o 596/2014 13 artiklan mukaisesti vahvistaneet hyväksytyjä markkinakäytäntöjä likviditeettisopimusten osalta, minkä vuoksi kaikilla pk-yri­tysten kasvumarkkinoiden liikkeeseenlaskijoilla ei ole nykyisin mahdollisuutta käyttää likviditeettijärjestelyjä kaikkialla unionissa. Likviditeettijärjestelyjen puuttuminen voi estää pk-yri­tysten kasvumarkkinoiden tehokasta kehitystä. Sen vuoksi on tarpeen luoda unionin kehys, jonka ansiosta pk-yri­tysten kasvumarkkinoiden liikkeeseenlaskijat voivat tehdä likviditeettisopimuksen toisessa jäsenvaltiossa toimivan likviditeetin tarjoajan kanssa, vaikkei kansallisella tasolla ole vahvistettu hyväksytyä markkinakäytäntöä. Pk-yri­tysten kasvumarkkinoiden likviditeettisopimuksia koskeva unionin kehys ei kuitenkaan saisi korvata olemassa olevia tai tulevia hyväksytyjä markkinakäytäntöjä, vaan sen olisi pikemminkin täydennettävä niitä. Toimivaltaisilla viranomaisilla olisi jatkossakin oltava mahdollisuus vahvistaa likviditeettisopimuksia koskevat hyväksytyt markkinakäytännöt, jotta ne voivat räätälöidä niiden ehdot paikallisten erityispiirteiden mukaan tai ulottaa tällaisten sopimusten soveltamisalan myös epälikvideihin arvopapereihin, jotka eivät ole pk-yri­tysten kasvumarkkinoiden osakkeita.
- (7) Jotta voidaan varmistaa johdanto-osan 6 kappaleessa tarkoitettujen likviditeettisopimuksien koskevan unionin kehyksen yhdenmukainen soveltaminen, asetusta (EU) N:o 596/2014 olisi muutettava siten, että siirretään komissiolle valta hyväksyä Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen laatimia teknisiä täytäntöönpanostandardeja, joissa vahvistetaan tällaisissa sopimuksissa käytettävä

⁶ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2017/1129, annettu 14 päivänä kesäkuuta 2017, arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla ottamisen yhteydessä julkaistavasta esitteestä ja direktiivin 2003/71/EY kumoamisesta (EUVL L 168, 30.6.2017, s. 12).

malli. Komission olisi hyväksyttävä nämä tekniset täytäntöönpanostandardit täytäntöönpanosäädöksillä Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen 291 artiklan nojalla sekä Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) N:o 1095/2010⁷ 15 artiklan mukaisesti.

- (8) Asetuksen (EU) N:o 596/2014 17 artiklan 4 kohdan mukaan liikkeeseenlaskijat voivat päättää lykätä sisäpiiritiedon julkistamista yleisölle, jos julkistaminen todennäköisesti vaarantaisi niiden oikeutetut edut. Liikkeeseenlaskijat ovat kuitenkin velvollisia ilmoittamaan asiasta toimivaltaiselle viranomaiselle ja toimittamaan selvityksen päätöksensä perusteluista. Pk-yritysten kasvumarkkinoiden liikkeeseenlaskijoiden velvollisuus dokumentoida kirjallisesti lykkäämispäätöksensä syyt voi olla kuormittava. On katsottu, että jos pk-yritysten kasvumarkkinoiden liikkeellelaskijoille asetetaan kevyempi vaatimus, jonka mukaan niiden on selvitettävä lykkäyksen syyt ainoastaan toimivaltaisen viranomaisen pyynnöstä, tällä ei olisi merkittävää vaikutusta toimivaltaisen viranomaiseen kykyyn valvoa sisäpiiritiedon julkistamista. Vaatimuksen keventäminen vähentäisi merkittävästi pk-yritysten kasvumarkkinoiden liikkeeseenlaskijoiden hallinnollista taakkaa. Edellytyksenä on kuitenkin, että lykkäämispäätöksestä tehdään ilmoitus toimivaltaisille viranomaisille ja että näillä on mahdollisuus aloittaa tutkimus, jos päätös antaa niille aiheutta epäilyihin.
- (9) Pk-yritysten kasvumarkkinoiden liikkeeseenlaskijoihin sovelletaan nykyisin asetuksen (EU) N:o 596/2014 18 artiklan 6 kohdan mukaisesti löyhempiä vaatimuksia, joiden mukaan niiden on esitettävä sisäpiiriluetelo ainoastaan toimivaltaisen viranomaisen pyynnöstä. Löyhempien vaatimusten vaikutus on kuitenkin käytännössä vähäinen, koska kyseisillä liikkeeseenlaskijoilla on jatkuvasti velvollisuus seurata henkilöitä, jotka katsotaan sisäpiiriläisiksi käynnissä olevien hankkeiden yhteydessä. Tämän vuoksi nykyisen helpotuksen asemasta pk-yritysten kasvumarkkinoiden liikkeeseenlaskijoille olisi annettava mahdollisuus pitää yllä luetteloa ainoastaan pysyvistä sisäpiiriläisistä. Pysyviin sisäpiiriläisiin olisi luettava henkilöt, joilla on liikkeeseenlaskijassa olevien tehtäviensä tai asemansa vuoksi säännöllinen pääsy sisäpiiritietoon.
- (10) Asetuksen (EU) N:o 596/2014 19 artiklan 3 kohdan mukaan liikkeeseenlaskijoiden on julkistettava johtotehtävissä toimivien henkilöiden ja heidän lähipiiriinsä kuuluvien henkilöiden liiketoimet kolmen päivän kuluessa liiketoimesta. Samaa määräaikaa sovelletaan myös johtotehtävissä toimivien henkilöiden ja heidän lähipiiriinsä kuuluvien henkilöiden velvollisuuteen ilmoittaa liiketoimistaan liikkeeseenlaskijalle. Jos johtotehtävissä toimivat henkilöt ja heidän lähipiiriinsä kuuluvat henkilöt ilmoittavat liiketoimistaan myöhään pk-yritysten kasvumarkkinoiden liikkeeseenlaskijoille, näiden on teknisesti vaikeaa noudattaa kolmen päivän määräaikaa, mikä voi johtaa vastuukysymyksiin. Sen vuoksi olisi sallittava, että pk-yritysten kasvumarkkinoiden liikkeeseenlaskijat julkistavat liiketoimet kahden päivän kuluessa siitä, kun johtotehtävissä toimivat henkilöt ja heidän lähipiiriinsä kuuluvat henkilöt ovat ne ilmoittaneet.
- (11) Pk-yritysten kasvumarkkinoita ei pitäisi nähdä liikkeeseenlaskijoiden laajenemisen viimeisenä vaiheena. Pk-yritysten kasvumarkkinoiden olisi annettava menestyville yrityksille mahdollisuus kasvaa ja siirtyä jonakin päivänä säännellyille markkinoille,

⁷ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 1095/2010, annettu 24 päivänä marraskuuta 2010, Euroopan valvontaviranomaisen (Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen) perustamisesta sekä päätöksen N:o 716/2009/EY muuttamisesta ja komission päätöksen 2009/77/EY kumoamisesta (EUVL L 331, 15.12.2010, s. 84).

jotta yritykset voisivat hyötyä paremmasta likviditeetistä ja suuremmasta sijoittajakunnasta. Jotta siirtyminen pk-yritysten kasvumarkkinalta säännellylle markkinalle olisi helpompaa, kasvaville yrityksille olisi annettava mahdollisuus soveltaa Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) 2017/1129 14 artiklassa säädettyjä yksinkertaistettuja tietovaatimuksia, kun niiden arvopapereita otetaan kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla. Tämä edellyttää kuitenkin, että ne ovat olleet kaupankäynnin kohteina pk-yritysten kasvumarkkinalla jo vähintään kolmen vuoden ajan. Tämän ajanjakson olisi mahdollistettava se, että liikkeeseenlaskijoille kertyy riittävästi toimintahistoriaa ja ne voivat antaa markkinoille tietoa taloudellisesta tuloksestaan ja raportointivaatimuksistaan direktiivin 2014/65/EU sääntöjen mukaisesti.

- (12) Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EY) N:o 1606/2002⁸ mukaan pk-yritysten kasvumarkkinoiden liikkeeseenlaskijoiden ei tarvitse julkistaa tilinpäätöstään kansainvälisten tilinpäätösstandardien edellyttämässä muodossa. Kuitenkin, jotta välttyttäisiin poikkeamasta säännellyillä markkinoilla sovellettavista standardeista, pk-yritysten kasvumarkkinoiden liikkeeseenlaskijoiden, jotka haluavat soveltaa yksinkertaistettuja tietovaatimuksia säännellylle markkinalle siirtymisen yhteydessä, olisi laadittava viimeisin tilinpäätöksensä, mukaan lukien vertailutiedot edelliseen vuoteen nähden, mainitun asetuksen mukaisesti.
- (13) Sen vuoksi asetuksia (EU) N:o 596/2014 ja (EU) 2017/1129 olisi muutettava.
- (14) Tässä asetuksessa säädettyjä muutoksia olisi alettava soveltaa kuusi kuukautta tämän asetuksen voimaantulon jälkeen, jotta pk-yritysten kasvumarkkinoiden ylläpitäjillä olisi riittävästi aikaa mukauttaa säännöstöjään,

OVAT HYVÄKSYNEET TÄMÄN ASETUKSEN:

1 artikla

Asetuksen (EU) N:o 596/2014 muuttaminen

Muutetaan asetukset (EU) N:o 596/2014 seuraavasti:

- 1. Lisätään 11 artiklaan 1 a kohta seuraavasti:

”1 a. Jos arvopapereita tarjotaan ainoastaan Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) 2017/1129* 2 artiklan e alakohdassa määritellyille kokeneille sijoittajille, tietojen välittämistä kyseisille kokeneille sijoittajille neuvoteltaessa sopimusehdoista niiden osallistumiselle sellaisen liikkeeseenlaskijan joukkovelkakirjojen liikkeeseenlaskuun, jonka rahoitusvälineet on otettu kaupankäynnin kohteeksi pk-yritysten kasvumarkkinoilla, ei katsota markkinoiden tunnusteluksi eikä sisäpiiritiedon laittomaksi ilmaisemiseksi. Kyseisen liikkeeseenlaskijan on varmistettava, että tietojen saajina olevat kokeneet sijoittajat ovat tietoisia tähän liittyvistä oikeudellisista ja sääntelyyn liittyvistä velvoitteista ja hyväksyvät ne kirjallisesti sekä ovat tietoisia sisäpiirikauppoihin ja sisäpiiritiedon laittomaan ilmaisemiseen sovellettavista seuraamuksista.

⁸ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukset (EY) N:o 1606/2002, annettu 19 päivänä heinäkuuta 2002, kansainvälisten tilinpäätösstandardien soveltamisesta (EYVL L 243, 11.9.2002, s. 1).

* Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2017/1129, annettu 14 päivänä kesäkuuta 2017, arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla ottamisen yhteydessä julkaistavasta esitteestä ja direktiivin 2003/71/EY kumoamisesta (EUVL L 168, 30.6.2017, s. 12).”

2. Lisätään 13 artiklaan 12 ja 13 kohta seuraavasti:

”12. Liikkeeseenlaskijalla, jonka rahoitusvälineet on otettu kaupankäynnin kohteeksi pk-yritysten kasvumarkkinoilla, on lupa tehdä osakkeitaan koskeva likviditeettisopimus, jos kaikki seuraavat edellytykset täyttyvät:

- a) likviditeettisopimuksen ehdot täyttävät tämän asetuksen 13 artiklan 2 kohdassa ja komission delegoidussa asetuksessa (EU) 2016/908** säädetyt perusteet;
- b) likviditeettisopimus laaditaan 13 kohdassa tarkoitetun mallin mukaisesti;
- c) likviditeetin tarjoaja on saanut toimivaltaiselta viranomaiselta asianmukaisen toimiluvan direktiivin 2014/65/EU mukaisesti, ja pk-yritysten kasvumarkkinoita ylläpitävä markkinoiden ylläpitäjä tai sijoituspalveluyritys on rekisteröinyt kyseisen likviditeetin tarjoajan markkinoiden jäseneksi;
- d) pk-yritysten kasvumarkkinoita ylläpitävä markkinoiden ylläpitäjä tai sijoituspalveluyritys vahvistaa liikkeeseenlaskijalle kirjallisesti, että se on saanut jäljennöksen likviditeettisopimuksesta ja että se hyväksyy sopimuksen ehdot.

Tämän kohdan ensimmäisessä alakohdassa tarkoitetun liikkeeseenlaskijan on pystyttävä milloin tahansa osoittamaan, että ehdot, joiden mukaisesti sopimus on tehty, täyttyvät jatkuvasti. Kyseisen liikkeeseenlaskijan ja pk-yritysten kasvumarkkinoita ylläpitävän markkinoiden ylläpitäjän tai sijoituspalveluyrityksen on toimitettava asianomaisille toimivaltaisille viranomaisille pyynnöstä jäljennös likviditeettisopimuksesta.

13. Edellä olevan 12 kohdan yhdenmukaisten soveltamisedellytysten varmistamiseksi arvopaperimarkkinaviranomainen laatii luonnokset teknisiksi täytäntöönpanostandardeiksi, joissa vahvistetaan likviditeettisopimusta tehtäessä käytettävä sopimusmalli, jotta varmistetaan 13 artiklassa säädettyjen edellytysten noudattaminen. Arvopaperimarkkinaviranomainen toimittaa nämä teknisten täytäntöönpanostandardien luonnokset komissiolle viimeistään [...]. Siirretään komissiolle valta hyväksyä ensimmäisessä alakohdassa tarkoitetut tekniset täytäntöönpanostandardit asetuksen (EU) N:o 1095/2010 15 artiklan mukaisesti.

** Komission delegoitu asetus (EU) 2016/908, annettu 26 päivänä helmikuuta 2016, Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) N:o 596/2014 täydentämisestä antamalla teknisiä sääntelystandardeja hyväksytyn markkinakäytännön vahvistamista koskevista perusteista, menettelystä ja vaatimuksista sekä sen säilyttämistä, lopettamista tai hyväksymisehtojen muuttamista koskevista vaatimuksista (EUVL L 153, 10.6.2016, s. 3). ”

3. Lisätään 17 artiklan 4 kohtaan alakohta seuraavasti:

”Liikkeeseenlaskijan, jonka rahoitusvälineet on otettu kaupankäynnin kohteeksi pk-yritysten kasvumarkkinoilla ja joka on päättänyt lykätä sisäpiiritiedon julkistamista, on ilmoitettava päätöksestä toimivaltaiselle viranomaiselle. Lykkäämispäätöstä koskevat selvitykset on toimitettava ainoastaan 3 kohdan nojalla määritetyn toimivaltaisen viranomaisen pyynnöstä. Kyseinen toimivaltainen viranomainen ei saa vaatia, että liikkeeseenlaskijan on pidettävä kirjaa kyseisestä selvityksestä.”

4. Korvataan 18 artiklan 6 kohta seuraavasti:

”6. Liikkeeseenlaskijat, joiden rahoitusvälineet on otettu kaupankäynnin kohteeksi pk-yritysten kasvumarkkinoilla, voivat sisällyttää sisäpiiriluetteloihinsa ainoastaan ne henkilöt, joilla on liikkeeseenlaskijassa olevien tehtäviensä tai asemansa luonteen vuoksi säännöllinen pääsy sisäpiiritietoon. Edellä 1–5 kohdassa säädettyjä vaatimuksia sovelletaan sellaisen liikkeeseenlaskijan puolesta tai lukuun toimiviin henkilöihin, joiden rahoitusvälineet on otettu kaupankäynnin kohteeksi pk-yritysten kasvumarkkinoilla.

Luettelo on pyynnöstä toimitettava toimivaltaiselle viranomaiselle.”

5. Lisätään 19 artiklan 3 kohdan ensimmäiseen alakohtaan virke seuraavasti:

”Liikkeeseenlaskijoiden, joiden rahoitusvälineet on otettu kaupankäynnin kohteeksi pk-yritysten kasvumarkkinoilla, on kahden työpäivän kuluessa 1 kohdassa tarkoitetun ilmoituksen vastaanottamisesta julkistettava kyseiseen ilmoitukseen sisältyvät tiedot.”

2 artikla

Asetuksen (EU) 2017/1129 muuttaminen

Muutetaan asetuksen (EU) 2017/1129 14 artikla seuraavasti:

1. Lisätään 1 kohdan ensimmäiseen alakohtaan d alakohta seuraavasti:

”d) liikkeeseenlaskijat, jotka ovat olleet otettuina kaupankäynnin kohteeksi pk-yritysten kasvumarkkinalla vähintään kolmen vuoden ajan ja jotka hakevat olemassa olevien tai uusien arvopapereiden ottamista kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla.”

2. Lisätään 2 kohdan toiseen alakohtaan virke seuraavasti:

”Edellä 1 kohdan ensimmäisen alakohdan d alakohdassa tarkoitettujen liikkeeseenlaskijoiden tapauksessa yksinkertaistetun esitteen sisältämän viimeisimmän tilinpäätöksen, johon sisältyy vertailutiedot edelliseen vuoteen nähden, on oltava laadittu unionissa asetuksen (EY) N:o 1606/2002 *** nojalla hyväksytyjen kansainvälisten tilinpäätösstandardien mukaisesti.

*** Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EY) N:o 1606/2002, annettu 19 päivänä heinäkuuta 2002, kansainvälisten tilinpäätösstandardien soveltamisesta (EYVL L 243, 11.9.2002, s. 1). ”

3 artikla

Voimaantulo ja soveltaminen

Tämä asetus tulee voimaan kahdentenakymmenentenä päivänä sen jälkeen, kun se on julkaistu Euroopan unionin virallisessa lehdessä.

Sitä sovelletaan kuuden kuukauden kuluttua sen voimaantulosta.

Tämä asetus on kaikilta osiltaan velvoittava, ja sitä sovelletaan sellaisenaan kaikissa jäsenvaltioissa.

Tehty Brysselissä

Euroopan parlamentin puolesta
Puhemies

Neuvoston puolesta
Puheenjohtaja