



Euroopan unionin
neuvosto

Bryssel, 8. joulukuuta 2022
(OR. en)

15834/22

Toimielinten välinen asia:
2022/0405(COD)

EF 369
ECOFIN 1299
CODEC 1970

SAATE

Lähetäjä:	Euroopan komission pääsihteeri, allekirjoittajana johtaja Martine DEPREZ
Saapunut:	8. joulukuuta 2022
Vastaanottaja:	Thérèse BLANCHET, Euroopan unionin neuvoston pääsihteeri
Kom:n asiak. nro:	COM(2022) 760 final
Asia:	Ehdotus EUROOPAN PARLAMENTIN JA NEUVOSTON DIREKTIIVIKSI direktiivin 2014/65/EU muuttamisesta unionin julkisten pääomamarkkinoiden houkuttelevuuden lisäämiseksi yritysten kannalta ja pienten ja keskisuurten yritysten pääoman saannin helpottamiseksi sekä direktiivin 2001/34/EY kumoamisesta

Valtuuskunnille toimitetaan oheisena asiakirja COM(2022) 760 final.

Liite: COM(2022) 760 final



EUROOPAN
KOMISSIO

Bryssel 7.12.2022
COM(2022) 760 final

2022/0405 (COD)

Ehdotus

EUROOPAN PARLAMENTIN JA NEUVOSTON DIREKTIIVI

direktiivin 2014/65/EU muuttamisesta unionin julkisten pääomamarkkinoiden houkuttelevuuden lisäämiseksi yritysten kannalta ja pienten ja keskisuurten yritysten pääoman saannin helpottamiseksi sekä direktiivin 2001/34/EY kumoamisesta

(ETA:n kannalta merkityksellinen teksti)

{SEC(2022) 760 final} - {SWD(2022) 762 final} - {SWD(2022) 763 final}

PERUSTELUT

1. EHDOTUKSEN TAUSTA

• Ehdotuksen perustelut ja tavoitteet

Poliittinen tausta

Tämä ehdotus on osa listautumissääöspakettia, joka on toimenpidekokonaisuus, jolla lisätään julkisten markkinoiden houkuttelevuutta EU:n yrityksille ja helpotetaan pienten ja keskisuurten yritysten (pk-yritysten) mahdollisuuksia saada pääomaa. Se on pääomamarkkinaunionin päätavoitteen mukainen, ja sillä pyritään parantamaan EU:n yritysten, mukaan lukien pienet yritykset, mahdollisuuksia saada rahoitusta markkinapohjaisista rahoituslähteistä kaikissa kehitysvaiheissaan. Listatut yritykset, mukaan lukien äskettäin listautuneet yritykset, päihittävät usein yksityisomistuksessa olevat yritykset vuotuisen tulojen kasvun ja työpaikkojen luomisen osalta.¹ Julkisilla markkinoilla listautumalla yritykset voivat monipuolistaa sijoittajapohjaansa, vähentää riippuvuuttaan pankkirahoituksesta, saada helpommin ja edullisemmin lisäpääomaa ja velkarahoitusta (listautumisen jälkeisten liikkeeseenlaskujen avulla), parantaa julkista profiiliaan sekä lisätä tuotemerkin tunnettuutta.

Sen jälkeen, kun ensimmäinen päämarkkinaunionia koskeva toimintasuunnitelma julkaistiin vuonna 2015, yritysten, erityisesti pk-yritysten, julkisille markkinoille pääsystä on onnistuttu tekemään helpompaa ja halvempaa. Tammikuussa 2018 Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivillä 2014/65/EU², jäljempänä 'rahoitusmarkkinadirektiivi II', otettiin käyttöön uusi monenkeskisten kaupankäyntijärjestelmien luokka, pk-yritysten kasvumarkkinat³, jotta voidaan tukea pk-yritysten pääsyä pääomamarkkinoille. Vuonna 2019 Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksessa (EU) 2019/2115⁴, jäljempänä 'pk-yritysten listautumista koskeva säädös', otettiin käyttöön uusia EU:n sääntöjä, joiden tarkoituksena on vähentää sääntelytaakkaa pk-yritysten kasvumarkkinoilla listautuvien yritysten osalta siten, että samalla säilytetään sijoittajansuojan ja markkinoiden luotettavuuden korkea taso. Tästä

¹ Empowering EU capital markets for SMEs – Making listing cool again (pk-yrityksiä käsittelevän teknisen asiantuntijaryhmän loppuraportti, toukokuu 2021). Oxera Consulting LPP, Primary and secondary equity markets in EU, Final report, marraskuu 2020, saatavilla osoitteessa <https://www.oxera.com/wp-content/uploads/2020/11/Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf>

² 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 (uudelleenlaadittu) (EUVL L 173, 12.6.2014, s. 349).

³ Jotta monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä voidaan luokitella pk-yritysten kasvumarkkinaksi, vähintään 50 prosentin liikkeeseenlaskijoista, joiden rahoitusvälineillä käydään kauppaa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä, on oltava pk-yrityksiä, jotka määritellään rahoitusmarkkinadirektiivissä II yrityksiksi, joiden keskimääräinen markkina-arvo on alle 200 miljoonaa euroa. Sijoittajansuojan asianmukaisen tason varmistamiseksi pk-yritysten kasvumarkkinoiden listautumissääntöjen on myös täytettävä tietyt laatuvaatimukset, joihin kuuluu muun muassa tarve laatia asianmukainen listalleottoa koskeva asiakirja (silloin kun esitteen laatimista ei vaadita) ja toteuttaa säännöllistä taloudellista raportointia. Pk-yritysten kasvumarkkinoita koskeva kehys kehitettiin, jotta voitaisiin ottaa paremmin huomioon sellaisten pk-yritysten erityistarpeet, jotka pääsevät ensimmäistä kertaa osake- ja joukkovelkakirjamarkkinoille.

⁴ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2019/2115, annettu 27 päivänä marraskuuta 2019, direktiivin 2014/65/EU sekä asetusten (EU) N:o 596/2014 ja (EU) 2017/1129 muuttamisesta pk-yritysten kasvumarkkinoiden käytön edistämisen osalta (EUVL L 320, 11.12.2019, s. 1).

edistyksestä huolimatta sidosryhmät katsovat, että tarvitaan lisää sääntelytoimia listautumisprosessin sujuvoittamiseksi ja joustavoittamiseksi liikkeeseenlaskijoiden kannalta.

Syyskuussa 2020 hyväksytyssä uudessa pääomamarkkinaunionia koskevassa toimintasuunnitelmassa todettiin, että ”[e]distääkseen ja monipuolistaakseen pienten ja innovatiivisten yritysten mahdollisuuksia saada rahoitusta komissio pyrkii yksinkertaistamaan julkisten markkinoiden listautumissääntöjä”. Tämän jatkotoimena ja vuonna 2019 annetun pk-yritysten listautumista koskevan säädöksen pohjalta komissio perusti pk-yrityksiä käsittelevän teknisen asiantuntijaryhmän, joka vahvisti sidosryhmien näkemykset siitä, että yritysten, erityisesti pk-yritysten, listautumisen tukemiseksi tarvitaan lisää lainsäädäntötoimia. Toukokuussa 2021 antamassaan loppuraportissa⁵ pk-yrityksiä käsittelevä tekninen asiantuntijaryhmä antoi 12 suositusta listautumiskehityksen muuttamiseksi sekä säännellyillä markkinoilla että pk-yritysten kasvumarkkinoilla.

Puheenjohtaja Ursula von der Leyen ilmoitti 15. syyskuuta 2021 parlamentille ja neuvoston puheenjohtajavaltiolle osoittamassaan aiekirjeessä⁶ pk-yritysten pääoman saatavuuden parantamista koskevasta lainsäädäntöehdotuksesta, joka on sisällytetty komission vuoden 2022 työohjelmaan⁷.

Yrityksen listautumispäätös on monimutkainen, ja siihen vaikuttavat useat tekijät. Niistä monet ovat sääntelyviranomaisten ulottumattomissa, eikä niitä näin ollen voida suoraan käsitellä lainsäädäntötoimilla. Esimerkiksi listautumispalvelujen kustannuksiin vaikuttavat tekijät ja laajemmin geopolitiittinen epävakaus, brexit, covid-19-pandemia ja inflaatio ovat kaikki vaikuttaneet (ja saattavat vaikuttaa myös jatkossa) listautumispäätökseen, listautumisajankohtaan ja siihen, pysyykö yritys listautuneena EU:ssa. Kuitenkin myös sääntelyvaatimukset ja niihin liittyvät kustannukset ja rasitteet ovat merkittävä tekijä yrityksen listautumispäätöksessä ja listautuneena pysymisessä. Listautumissäädöspaketti on kohdennettu toimenpidekokonaisuus, jolla pyritään i) vähentämään sääntelytaakkaa siellä, missä sitä pidetään liiallisena (eli kun sääntelyllä voitaisiin varmistaa sijoittajansuoja tai markkinoiden luotettavuus sidosryhmien kannalta kustannustehokkaammalla tavalla), ja ii) lisäämään yhtiöoikeuden mukaista joustavuutta, jonka avulla yhtiön perustajat tai määräysvaltaa käyttävät osakkeenomistajat voivat valita, miten äänioikeudet jaetaan osakkeiden kaupankäynnin kohteeksi ottamisen jälkeen.

Listautumisprosessiin sovellettava sääntelykehys on monitahoinen. Yritysten on noudatettava sääntelyvaatimuksia ennen listautumisantia, sen aikana ja sen jälkeen. Ehdotettuun direktiiviin liittyy kaksi muuta lainsäädäntöehdotusta, ja ne muodostavat yhdessä listautumissäädöspaketin: i) ehdotus asetukseksi esiteasetuksen ja markkinoiden väärinkäyttöasetuksen muuttamisesta, jolla pyritään yksinkertaistamaan ja selkeyttämään ensi- ja jälkimarkkinoilla sovellettavia listautumisvaatimuksia säilyttäen samalla sijoittajansuojan ja markkinoiden luotettavuuden asianmukainen taso, ja ii) ehdotus

⁵ Pk-yrityksiä käsittelevän teknisen asiantuntijaryhmän loppuraportti ”Empowering EU capital markets – Making listing cool again” (europa.eu).

⁶ Ks. s. 4: state_of_the_union_2021_letter_of_intent_fi.pdf (europa.eu).

⁷ Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, neuvostolle, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle ja alueiden komitealle – *Komission työohjelma 2022 – Eurooppa vahvemaksi yhdessä* (COM(2021) 645 final, cwp2022_en.pdf (europa.eu)).

direktiiviksi moniääniosakerakenteista, jolla pyritään puuttumaan sääntelyyn liittyviin esteisiin, joita syntyy listautumisantia edeltävässä vaiheessa, erityisesti siihen, että eri puolilla EU:ta olevilla yrityksillä ei ole yhtäläisiä mahdollisuuksia valita listautumisvaiheessa tarkoituksenmukaisia ohjaus- ja hallintorakenteita.

Ehdotuksen perustelut

Listattujen yritysten, erityisesti pk-yritysten, on tehtävä itsensä tunnetuksi mahdollisille sijoittajille. Tällaisia liikkeeseenlaskijoita koskevan sijoitustutkimuksen nykyinen vähäisyys, joka johtuu monista taustatekijöistä, johtaa siihen, että niiden näkyvyys on heikko ja sijoittajien kiinnostus vähäistä. Tänä rajoittaa entisestään jo listattujen yritysten likviditeettiä.

Rahoitusmarkkinadirektiivin II ja komission delegoidun direktiivin (EU) 2017/593⁸ mukaisesti kun kolmannet osapuolet tarjoavat sijoitustutkimusta sijoituspalveluyrityksille toteutus- tai välityspalveluiden yhteydessä, sitä ei pidetä kannustimena, jos tutkimus saadaan vastikkeeksi seuraavista suorituksista: i) sijoituspalveluyrityksen omista varoistaan maksamat suorat maksut tai ii) maksut yrityksen hallinnassa olevalta erilliseltä tutkimusmaksutililtä, jos tiettyjä edellytyksiä (niin kutsutut eriyttämissäännöt) noudatetaan. Muutaman vuoden soveltamisen jälkeen eriyttämissääntöjen onnistuminen on kiistanalaista.

Vaikuttaa siltä, että eriyttämissäännöillä on saavutettu joitakin tavoitteita, kuten eturistiriitojen parempi hallinta, erittäin likvidejä osakkeita koskevan tutkimuksen ylituotannon rajoittaminen ja tutkimuksen tarjoamiseen liittyvien kustannusten läpinäkyvyyden parantaminen. Nämä säännöt eivät kuitenkaan ole edistäneet riippumattomien sijoitustutkimuksen tarjoajien kasvua. Sen sijaan kun eriyttämissäännöt otettiin käyttöön, riippumaton tutkimus muuttui kestävämmäksi tiettyjen suurempien tutkimuspalvelun tarjoajien alhaisten hintojen vuoksi.

Näyttö viittaa myös siihen, että eriyttämissäännöt ovat saattaneet heikentää tutkimuksen yleistä saatavuutta erityisesti markkina-arvoltaan pienten ja keskisuurten yritysten osalta ja johtaa markkinatutkimusinfrastruktuurin supistumiseen, mikä heikentää kilpailua analytikkomarkkinoilla ja markkinoiden monipuolisuutta. EU:n välittäjät, jotka olivat aiemmin tarjonneet pk-yritystutkimusta osana ”niputettuja” sijoituspalvelujaan, supistivat pk-yrityskapasiteettiaan sen jälkeen, kun olivat päättäneet olla siirtämättä tutkimuskustannuksia asiakkailleen. Listatut markkina-arvoltaan pienet ja keskisuuret yritykset kärsivät erityisen paljon, sillä eriyttämättömät maksut olivat mahdollistaneet sen, että suuria yrityksiä koskevasta tutkimuksesta maksettuja maksuja voitiin käyttää markkina-arvoltaan pieniä ja keskisuuria yrityksiä koskevaan tutkimukseen. Kaiken kaikkiaan useat tutkimukset osoittavat, että pk-yritysten kattavuus on vähentynyt merkittävästi tai jopa hävinnyt kokonaan eriyttämissääntöjen voimaantulon jälkeisinä vuosina. Tämän seurauksena ”eriytettyjen” tutkimusmarkkinoiden keskittyminen jatkui ja tutkimustarjonnan monipuolisuus ja laajuus vähenivät.

Vaikka eriyttämissääntöjen tarkoituksena oli katkaista välityspalkkioiden ja sijoitustutkimuksen välinen yhteys ja luoda ”hintaa” sijoitustutkimukselle, eriyttäminen ei ole todellisuudessa mahdollistanut tutkimusten riippumatonta hinnoittelua eikä myöskään avannut

⁸ Komission delegeoitu direktiivi (EU) 2017/593, annettu 7 päivänä huhtikuuta 2016, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2014/65/EU täydentämisestä asiakkaiden rahoitusvälineiden ja varojen suojaamisen, tuotevalvontavelvoitteiden sekä välityspalkkioiden, provisioiden tai muiden rahallisten tai ei-rahallisten etujen tarjoamiseen tai vastaanottamiseen sovellettavien sääntöjen osalta (EUVL L 87, 31.3.2017, s. 500).

näitä markkinoita riippumattomille tarjoajille (muille kuin välittäjille). Mikä tärkeintä, eriyttämissäännöt eivät ole estäneet markkina-arvoltaan pienten ja keskisuurten yritysten tutkimuskattavuuden kielteistä suuntausta eivätkä johtaneet riippumattomien, pk-yrityksiin keskittyvien tutkimuksen tarjoajien syntymiseen.

Vuonna 2021 eriyttämissääntöjä muutettiin ensimmäisen kerran osana pääomamarkkinoiden elpymispaketin⁹ puitteissa toteutettuja yleisempiä toimia. Niillä pyrittiin auttamaan toipumista covid-19-kriisistä, joka pakotti yritykset turvautumaan aiempaa enemmän velkaan, mikä heikensi niiden rahoitusrakenteita. Tilanteissa, joissa yritykset tarvitsivat kiireellistä pääomapohjan vahvistamista, EU:n yritysten, erityisesti markkina-arvoltaan pienten ja keskisuurten yritysten, näkyvyyden lisäämisen tarvetta pidettiin olennaisen tärkeänä ja tutkimuksen kattavuuden puuttumisen implisiittisiä kustannuksia vielä suurempina. Tässä yhteydessä 28. helmikuuta 2022 alkaen sovelletulla pääomamarkkinoiden elpymispaketilla pyrittiin parantamaan pienten ja markkina-arvoltaan keskisuurten yritysten tutkimuskattavuutta¹⁰ tarjoamalla poikkeus eriyttämissäännöistä sellaisen sijoitustutkimuksen osalta, joka koskee liikkeeseenlaskijoita, joiden markkina-arvo ei ylitä yhtä miljardia euroa tutkimuksen tarjoamista edeltäneiden 36 kuukauden aikana, ja sallimalla näin ollen tällaisissa tapauksissa kaupan toteuttamisesta ja tutkimuksesta maksettava yhteinen maksu. Vaikka tähän toimenpiteeseen suhtauduttiin laajalti myönteisesti, se ei kuitenkaan ratkaissut ongelmaa riittävällä tavalla. Koska monet sijoituspalveluyritykset ja välittäjät tarjoavat palveluja erikokoisille (ja markkina-arvoltaan erilaisille) yrityksille, myös niille, jotka ylittävät pääomamarkkinoiden elpymispaketissa vahvistetun yhden miljardin euron markkina-arvon, nämä sijoituspalveluyritykset ja välittäjät päättivät olla ottamatta käyttöön kahta rinnakkaista järjestelmää tutkimuslaskutusta varten ja säilyttivät eriytetyn lähestymistavan kaikkien asiakkaiden osalta. Näin ollen pääomamarkkinoiden elpymispaketin muutoksella ei täysin saavutettu sen tavoitetta tukea markkina-arvoltaan pieniä ja keskisuuria yrityksiä koskevaa tutkimustuotantoa, ja lainsäädännön uudelleentarkastelu olisi tässä yhteydessä tarpeen.

Tutkimuksen eriyttämisjärjestelmään tehtävien muutosten lisäksi ehdotuksessa tehdään joitakin muutoksia lainsäädäntökehykseen, joka koskee pk-yritysten kasvumarkkinoita eli monenkeskisten kaupankäyntijärjestelmien luokkaa, joka on luotu rahoitusmarkkinadirektiivillä II pk-yritysten näkyvyyden ja profiilin lisäämiseksi sekä pk-

⁹ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EU) 2021/338, annettu 16 päivänä helmikuuta 2021, direktiivin 2014/65/EU muuttamisesta siltä osin kuin on kyse tiedonantovaatimuksista, tuotehallinnasta ja positiolimiiteistä sekä direktiivien 2013/36/EU ja (EU) 2019/878 muuttamisesta siltä osin kuin on kyse niiden soveltamisesta sijoituspalveluyrityksiin covid-19-kriisistä elpymisen edistämiseksi.

¹⁰ Pääomamarkkinoiden elpymispaketin (Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EU) 2021/338, annettu 16 päivänä helmikuuta 2021, direktiivin 2014/65/EU muuttamisesta siltä osin kuin on kyse tiedonantovaatimuksista, tuotehallinnasta ja positiolimiiteistä sekä direktiivien 2013/36/EU ja (EU) 2019/878 muuttamisesta siltä osin kuin on kyse niiden soveltamisesta sijoituspalveluyrityksiin covid-19-kriisistä elpymisen edistämiseksi) johdanto-osan 8 kappaleessa todetaan seuraavaa: ”Liikkeeseenlaskijat, erityisesti pienet ja markkina-arvoltaan keskisuuret yritykset, tarvitsevat tukea vahvoilta pääomamarkkinoilta välittömästi covid-19-pandemian jälkeen. Pienten ja markkina-arvoltaan keskisuurten liikkeeseenlaskijoiden tutkimus on olennaisen tärkeää, jotta liikkeeseenlaskijat voidaan saattaa paremmin yhteen sijoittajien kanssa. Kyseinen tutkimus lisää liikkeeseenlaskijoiden näkyvyyttä ja varmistaa siten riittävät investoinnit ja likviditeetin. Sijoituspalveluyritysten olisi saatava maksaa yhdessä tutkimuksen toimittamisesta ja toteutuspalvelujen toimittamisesta tiettyjen edellytysten täytyessä.”

yrityksiin erikoistuneiden markkinoiden yhteisten sääntelystandardien kehittämiseksi EU:ssa.¹¹

Ehdotuksella myös kumotaan listautumisdirektiivi. Listautumisdirektiivi on vuonna 2001 annettu vähimmäistason yhdenmukaistamisdirektiivi. Sillä on tarjottu perusta EU:n markkinoille listautumiselle ennen esitedirektiivin¹² ja avoimuusdirektiivin¹³ hyväksymistä, mutta näillä direktiiveillä on sittemmin korvattu suurin osa säännöksistä, joilla yhdenmukaistetaan arvopapereiden listalle ottamista koskevaan hakemukseen liittyvien tietojen toimittamisen edellytykset ja kaupankäynnin kohteeksi otettavia arvopapereita koskevat tiedot. Rahoitusmarkkinadirektiivissä otettiin käyttöön käsite ”rahoitusvälineiden ottaminen kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla”. ESMAn arvopaperimarkkinoiden pysyvän komitean analyysissa listautumisdirektiivin täytäntöönpanosta todettiin, että monet jäsenvaltiot eivät enää sovelle kansallisessa lainsäädännössään listautumisdirektiivissä käytettyjä käsitteitä.¹⁴ Lisäksi niillä jäsenvaltioilla, jotka edelleen soveltavat tällaisia käsitteitä kansallisessa lainsäädännössään, on melko laaja harkintavalta poiketa listautumisdirektiivissä vahvistetuista säännöistä paikallisten markkinaolosuhteiden huomioon ottamiseksi. Tällä hetkellä käsitteitä ”viralliselle listalle ottaminen” ja ”kaupankäynnin kohteeksi ottaminen säännellyllä markkinalla” käytetään joissakin jäsenvaltioissa usein samassa merkityksessä. Kaupankäynnin kohteeksi ottamisen ja viralliselle listalle ottamisen kaksoisjärjestelmä saattaa aiheuttaa oikeudellista epävarmuutta EU:n tasolla erityisesti siksi, että avoimuutta ja markkinoiden väärinkäyttöä koskevia vaatimuksia, joilla pyritään suojelemaan sijoittajia ja varmistamaan markkinoiden luotettavuus, ei tällä hetkellä sovelleta viralliselle listalle otettuihin välineisiin mutta niitä sovelletaan säännellyllä markkinalla kaupankäynnin kohteeksi otettuihin välineisiin.

Ehdotuksen tavoitteet

Ehdotuksen yleisenä tavoitteena on tehdä EU:n sääntöihin kohdennettuja mukautuksia listattujen yritysten, erityisesti pk-yritysten, näkyvyyden lisäämiseksi ja listautumisprosessin yksinkertaistamiseksi, jotta voidaan lisätä oikeudellista selkeyttä.

Rahoitusmarkkinadirektiiviin II ehdotetuilla kohdennetuilla muutoksilla pyritään helpottamaan yrityksiä koskevan sijoitustutkimuksen kehittämistä ja tarjoamista erityisesti markkina-arvoltaan pienten ja keskisuurten yritysten osalta sekä edistämään edelleen pk-yritysten kasvumarkkinajärjestelmän houkuttelevuutta siten, että helpotetaan lopulta markkina-arvoltaan pienten ja keskisuurten yritysten pääsyä pääomamarkkinoille.

¹¹ ESMA julkaisi huhtikuussa 2021 pk-yritysten kasvumarkkinoita koskevan järjestelmän toimintaa koskevan loppuraporttinsa, jossa todettiin, että uusi järjestelmä on ollut suhteellisen onnistunut, sillä raportin julkaisuhetkellä 17 monenkeskistä kaupankäyntijärjestelmää oli rekisteröity pk-yritysten kasvumarkkinoiksi. Raportti on saatavilla osoitteessa https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/final_report_on_sme_gms_-_mifid_ii.pdf

¹² Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2003/71/EY, annettu 4 päivänä marraskuuta 2003, arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettavasta esitteestä ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta (EUVL L 345, 31.12.2003, s. 64).

¹³ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/109/EY, annettu 15 päivänä joulukuuta 2004, säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopapereiden liikkeeseenlaskijoita koskeviin tietoihin liittyvien avoimuusvaatimusten yhdenmukaistamisesta (EUVL L 390, 31.12.2004, s. 38).

¹⁴ Ainoastaan seitsemän kansallista toimivaltaista viranomaista totesi, että listautumisdirektiivi on edelleen kokonaan tai osittain voimassa niiden lainkäyttöalueella. Tarkempi analyysi on ehdotukseen liitettyä olevan vaikutustenarvioinnin liitteessä 7.

Ehdotuksessa nostetaan markkina-arvoltaan pienten ja keskisuurten yritysten markkina-arvon kynnysarvoa, jonka alittuessa kaupankäynnin toteuttamispalkkioiden ja tutkimuspalkkioiden uudelleenyhdistäminen olisi mahdollista. Nostamalla nykyistä yhden miljardin euron kynnysarvoa kymmeneen miljardiin euroon pyritään kattamaan useampia markkina-arvoltaan pieniä ja keskisuuria yrityksiä, erityisesti useampia keskisuuria yrityksiä, jotka hyötyisivät uudelleenyhdistämisyjärjestelmästä, ja mahdollistamaan erityisesti se, että suuria yrityksiä koskevan tutkimuksen maksuja voitaisiin käyttää myös pieniä yrityksiä koskevaan tutkimukseen. Eriyttämisjärjestelmää koskeva poikkeus poistaa esteitä markkina-arvoltaan pieniä ja keskisuuria yrityksiä koskevan tutkimuksen lisäämiseltä, ja sen odotetaan elvyttävän sijoitustutkimusmarkkinoita maailmanlaajuisesti. Mitä enemmän markkina-arvoltaan pieniä ja keskisuuria yrityksiä koskevaa tutkimustietoa on mahdollisten sijoittajien saatavilla, sitä paremmat mahdollisuudet näillä yrityksillä on löytää rahoitusta. Näitä yrityksiä koskevan sijoitustutkimuksen lisääminen parantaa yritysten näkyvyyttä ja lisää mahdollisuuksia houkutella mahdollisia sijoittajia. Kun otetaan huomioon markkina-arvoltaan pienten ja keskisuurten yritysten suuri määrä EU:ssa, EU:n talouden kannalta on ratkaisevan tärkeää, että nämä yritykset saavat käyttöönsä monipuolisia rahoituslähteitä, myös pääomamarkkinoiden kautta.

Lisäksi tämän ehdotuksen tarkoituksena on luoda kehys erityisen liikkeeseenlaskijan maksaman tutkimuksen (”liikkeeseenlaskijan rahoittama tutkimus”) kehittämiseksi. Julkinen kuuleminen, sidosryhmien kanssa käydyt keskustelut ja erilaiset analyysit¹⁵ ovat osoittaneet, että tämäntyyppinen tutkimus on kehittynyt erityisesti rahoitusmarkkinadirektiivin II käyttöönoton jälkeen markkina-arvoltaan pieniä ja keskisuuria yrityksiä koskevan tutkimuksen kattavuuden puutteen kompensoimiseksi. Kun otetaan huomioon tällaiseen tutkimukseen liittyvät eturistiriidat, vaikuttaa tarpeelliselta säännellä sen tuottamista, jotta kuluttajille voidaan taata oikeudenmukaiset ja täsmälliset tiedot. Avoimemman ja riippumattomamman tutkimuksen edistämiseksi tässä ehdotuksessa edellytetään, että tällainen tutkimus toteutetaan markkinoiden ylläpitäjän tai EU:n toimivaltaisen viranomaisen laatimien tai hyväksymien käytäntöjen mukaisesti.

Jotta liikkeeseenlaskijan rahoittamaksi tutkimukseksi merkitty sijoitustutkimus olisi helpommin yleisön saatavilla ja jotta markkina-arvoltaan pienten ja keskisuurten yritysten näkyvyyttä mahdollisten sijoittajien keskuudessa voitaisiin edistää, ehdotuksessa mainitaan, että jäsenvaltioiden on varmistettava, että liikkeeseenlaskijat voivat toimittaa liikkeeseenlaskijan rahoittaman tutkimuksensa [eurooppalaista keskitettyä yhteyspistettä koskevan asetusehdotuksen¹⁶ 2 artiklan 2 kohdassa] määritellylle tiedonkeruuelimelle.

Kun eurooppalainen keskitetty yhteyspiste (ESAP), jota komissio ehdotti¹⁷ 25. marraskuuta 2021 ja josta EU:n lainsäätäjät käyvät parhaillaan toimielinten välisiä neuvotteluja, on perustettu, se tarjoaa keskitetyn yhteyspisteen, jonka kautta on mahdollista saada julkisia rahoitustietoja EU:n yrityksistä, mukaan lukien pk-yritykset, ja EU:n sijoitustuotteista.

¹⁵ Raportti ”Reviving research in the wake of Directive 2014/65/EU: Observations, issues and recommendations”, joka on saatavilla osoitteessa 20200124-rapport-mission-recherche-projet-va-pm.pdf (amf-france.org)

¹⁶ Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi rahoituspalvelujen, pääomamarkkinoiden ja kestävyyskannalta merkityksellisiin julkisesti saatavilla oleviin tietoihin keskitetyn pääsyn tarjoavan eurooppalaisen keskitetyn yhteyspisteen perustamisesta, 2021/0378(COD).

¹⁷ Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi rahoituspalvelujen, pääomamarkkinoiden ja kestävyyskannalta merkityksellisiin julkisesti saatavilla oleviin tietoihin keskitetyn pääsyn tarjoavan eurooppalaisen keskitetyn yhteyspisteen perustamisesta, 2021/0378(COD).

ESAPin tarkoituksena on lisätä EU:n yritysten, erityisesti pk-yritysten, näkyvyyttä sijoittajien kannalta, ja sitä voitaisiin käyttää liikkeeseenlaskijan rahoittaman tutkimuksen keräämiseen ja levittämiseen. Jatkossa ESAPin avulla voidaan julkaista liikkeeseenlaskijoiden ilmoitukset, jotka liittyvät liikkeeseenlaskijan rahoittamaan tutkimukseen ja sen sisältöön.

Rahoitusmarkkinadirektiiviin II tehtävillä kohdennetuilla muutoksilla pyritään myös selventämään, että monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän ylläpitäjä voi hakea monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän osan rekisteröintiä pk-yritysten kasvumarkkinaksi edellyttäen, että kyseistä osaa koskevat tietyt vaatimukset täyttyvät.

Lisäksi tällä ehdotuksella pyritään lisäämään EU:n listautumissääntöjen yhdenmukaistamista ja johdonmukaisuutta, jotta sääntelykehys olisi tarkoituksenmukainen. Ehdotuksella erityisesti yhdenmukaistetaan ja konsolidoidaan listautumissääntöjä kumoamalla listautumisdirektiivi ja siirtämällä sen asiaankuuluvat säännökset rahoitusmarkkinadirektiiviin II, jotta oikeudellista epävarmuutta ja eri maiden sääntelyerojen hyväksikäytön riskiä voidaan vähentää EU:ssa.

Nämä säännökset koskevat i) yleisön hallussa vapaasti vaihdettavissa olevia osakkeita (free float) koskevaa vähimmäisvaatimusta, joka määrittää, mikä osuus yrityksen liikkeeseen lasketusta osakepääomasta on julkisilla markkinoilla toimivien sijoittajien hallussa eikä yrityksen toimihenkilöiden, johtajien tai määräysvaltaa käyttävien osakkeenomistajien, hallussa, ja ii) niiden osakkeiden, joiden ottamista listalle haetaan, ennustettavaa markkina-arvoa tai, jos tätä ei voida arvioida, yrityksen oman pääoman ja varausten yhteismäärää, mukaan lukien viimeksi päättyneen tilikauden tulos. Ehdotuksessa myös alennetaan yleisön hallussa vapaasti vaihdettavissa olevia osakkeita koskevaa vähimmäisvaatimusta 25 prosentista 10 prosenttiin, jotta liikkeeseenlaskijat, jotka haluavat säilyttää suuren osuuden yrityksestä, voisivat toimia joustavammin. Yleisön hallussa vapaasti vaihdettavissa olevia osakkeita koskeva uusi 10 prosentin vähimmäiskynnysarvo ei myöskään rajoitu EU:n/ETA:n yleisöön. Yleisön hallussa vapaasti vaihdettavissa olevia osakkeita koskevan vaatimuksen maantieteellistä rajoittamista EU:n/ETA:n alueelle ei säilytetä, sillä rahoitusmarkkinadirektiivissä II ei säädetä tällaisesta rajoituksesta kaupankäynnin kohteeksi otettujen rahoitusvälineiden osalta.

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

Rahoitusmarkkinadirektiiviin II tehtävät muutokset ja listautumisdirektiivin kumoaminen ovat rahoitusmarkkinadirektiivin II avoimuuden lisäämistä ja sijoittajansuojan vahvistamista koskevien yleisten tavoitteiden mukaisia. Lisäksi tämä ehdotus perustuu pääomamarkkinoiden elpymispaketilla sijoitustutkimusjärjestelmään tehtyihin muutoksiin ja laajentaa niitä edelleen.

Rahoitusmarkkinadirektiiviin II tehtävissä kohdennetuissa muutoksissa noudatetaan täysin rahoitusmarkkinadirektiivin II mukaisen pk-yritysten kasvumarkkinoita koskevan nykyisen järjestelmän tavoitteita, joilla pyritään helpottamaan pk-yritysten mahdollisuuksia saada pääomaa. Lisäksi olisi kiinnitettävä huomiota siihen, miten tulevilla lainsäädännöllä voidaan edistää näiden markkinoiden käyttöä siten, että niistä tulisi sijoittajien kannalta houkuttelevia, ja miten voidaan vähentää markkina-arvoltaan pienten ja keskisuurten yritysten hallinnollista taakkaa ja luoda niille uusia kannustimia, jotta ne pääsisivät pääomamarkkinoille pk-yritysten kasvumarkkinoiden kautta.¹⁸

¹⁸ Rahoitusmarkkinadirektiivin II johdanto-osan 132 kappale.

- **Yhdenmukaisuus unionin muiden politiikkojen kanssa**

Ehdotus on täysin EU:n yritysten, erityisesti pk-yritysten, rahoituksensaannin helpottamista koskevan pääomamarkkinaunionin keskeisen tavoitteen mukainen. Se on johdonmukainen useiden komission vuoden 2015 pääomamarkkinaunionia koskevan toimintasuunnitelman¹⁹, vuoden 2017 pääomamarkkinaunionia koskevan toimintasuunnitelman väliarvioinnin²⁰ ja vuoden 2020 pääomamarkkinaunionia koskevan toimintasuunnitelman puitteissa toteuttamien lainsäädännöllisten ja muiden kuin lainsäädännöllisten toimien kanssa.

Jotta voidaan tukea työllisyyttä ja kasvua EU:ssa, yritysten, erityisesti pk-yritysten, rahoituksen saannin helpottaminen on ollut alusta alkaen pääomamarkkinaunionin keskeinen tavoite. Vuonna 2015 tehdyn pääomamarkkinaunionia koskevan toimintasuunnitelman julkaisemisen jälkeen on toteutettu joitakin kohdennettuja toimia riittävien rahoituslähteiden kehittämiseksi pk-yrityksille niiden kaikkiin kehitysvaiheisiin. Kesäkuussa 2017 julkaistussa pääomamarkkinaunionia koskevan toimintasuunnitelman väliarvioinnissa komissio päätti nostaa tavoitetasoaan ja keskittyä entistä enemmän pk-yritysten pääsyyn julkisille markkinoille. Komissio julkaisi toukokuussa 2018 ehdotuksen²¹ pk-yritysten listautumista koskevaksi säädökseksi, jonka tavoitteena on keventää pk-yritysten kasvumarkkinoiden liikkeeseenlaskijoiden hallinnollista taakkaa, alentaa vaatimusten noudattamisesta aiheutuvia korkeita kustannuksia ja varmistaa samalla markkinoiden luotettavuuden ja sijoittajansuojan korkea taso, edistää julkisesti noteerattujen pk-yritysten osakkeiden likviditeettiä, jotta näistä markkinoista tulisi houkuttelevammat sijoittajille, liikkeeseenlaskijoille ja välittäjille, sekä helpottaa monenkeskisten kaupankäyntijärjestelmien rekisteröintiä pk-yritysten kasvumarkkinoiksi. Pk-yritysten listautumista koskeva säädös hyväksyttiin marraskuussa 2019.

Lisäksi komissio julkaisi covid-19-kriisin seurauksena pääomamarkkinoiden elpymispaketin, joka sisälsi kohdennettuja muutoksia pääomamarkkinoita ja pankkeja koskevaan sääntelyyn ja jonka yleisenä tavoitteena oli parantaa pääomamarkkinoiden mahdollisuuksia tukea EU:n yrityksiä covid-19-kriisistä toipumisessa. Pääomamarkkinasääntöihin ehdotetuilla muutoksilla on pyritty erityisesti vähentämään sijoituspalveluyritysten ja liikkeeseenlaskijoiden sääntelytaakkaa ja sääntelyn monimutkaisuutta.

Tämä ehdotus perustuu pääomamarkkinaunionia koskevaan vuoden 2020 toimintasuunnitelmaan ja sen tavoitteeseen parantaa EU:n yritysten mahdollisuuksia saada rahoitusta (toimi 2 ”Julkisille markkinoille pääsyn tukeminen”). Ehdotuksessa keskitytään lieventämään sääntelyvaatimuksia, jotka voivat estää yritystä päättämästä listautua tai pysyä listautuneena. Muita tekijöitä, jotka voivat estää liikkeeseenlaskijoita listautumasta, kuten suppea sijoittajapohja ja velan suotuisampi verokohtelu suhteessa omaan pääomaan, käsitellään muissa meneillään olevissa ja tulevista pääomamarkkinaunionia koskevissa aloitteissa, jotka täydentävät tässä ehdotuksessa esitettyjä muutoksia ja joita olisi analysoitava yhdessä tämän aloitteen kanssa. Nämä aloitteet liittyvät esimerkiksi i) sellaisen EU:n laajuisen

¹⁹ Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, neuvostolle, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle ja alueiden komitealle – *Pääomamarkkinaunionin luomista koskeva toimintasuunnitelma* (COM(2015) 468 final).

²⁰ Komission tiedonanto *pääomamarkkinaunionia koskevan toimintasuunnitelman väliarvioinnista* ({SWD(2017) 224 final} ja {SWD(2017) 225 final} – 8. kesäkuuta 2017), https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/communication-cmu-mid-term-review-june2017_en.pdf

²¹ Ehdotus 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).

keskitetyn palvelupisteen perustamiseen, jolla korjataan sijoittajien saatavilla olevan vertailukelpoisen datan puute ja parannetaan yritysten näkyvyyttä sijoittajien kannalta, ii) EU:n kaupankäyntitietojen keskittämiseen konsolidoituihin kauppätietoihin, jotta julkisilla markkinoilla käytävä kauppa ja hinnanmääritys olisi tehokkaampaa, sekä iii) vieraan ja oman pääoman ehtoisen rahoituksen verokohtelua tasavertaistavan vähennyksen²² käyttöön ottamiseen, jolla oman pääoman ehtoista rahoituksesta tehdään yrityksille houkuttelevampaa (ja kustannuksiltaan edullisempaa).

Lisäksi useilla komission aloitteilla vahvistetaan entisestään noteerattujen osakkeiden sijoittajapohjaa. EU:n pk-yritysten listautumisantirahasto toimii ankkurisijoittajana, jotta voidaan houkutella lisää yksityisiä sijoituksia pk-yritysten oman pääoman ehtoiseen rahoitukseen julkisilta markkinoilta muodostamalla kumppanuuksia yhteisösijoittajien kanssa ja sijoittamalla liikkeeseenlaskijoina toimiviin pk-yrityksiin keskittyviin rahastoihin. Vakavaraisuusasetuksen ja Solvenssi II -direktiivin uudelleentarkastelut kasvattavat liikkeeseenlaskijoiden sijoittajapohjaa helpottamalla pankkien ja vakuutusyhtiöiden sijoittamista julkisilta markkinoilta hankittavaan (pitkäaikaiseen) oman pääoman ehtoiseen rahoitukseen.

Tämä ehdotus on myös vuonna 2022 julkaistun uuden eurooppalaisen innovaatio-ohjelman²³ mukainen.

Ehdotuksessa otetaan huomioon myös pk-yritysten pääoman saannin helpottamista ja erityisesti pk-yritysten arvopapereiden kaupankäynnin kohteeksi ottamista koskevien menettelyjen ja muiden listautumisvelvoitteiden yksinkertaistamista koskevan Fit For Future -foorumin lausunnon taustalla oleva näyttö.

Lisäksi tämä ehdotus auttaa erityisesti EU:n pk-yrityksiä hyötymään selkeämmästä ja helpommasta lainsäädännöstä pääomamarkkinoille pääsyssä. Ehdotus on myös komission puheenjohtajan Ursula von der Leyenin 19. syyskuuta 2022 pitämässä Euroopan unionin tilaa koskevassa puheessa julkistaman pk-yritysten apupaketin²⁴ tavoitteen mukainen.

2. OIKEUSPERUSTA, TOISSIJAISUUSPERIAATE JA SUHTEELLISUUSPERIAATE

• Oikeusperusta

Ehdotus perustuu Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen (SEUT-sopimus)²⁵ 50 artiklaan, 53 artiklan 1 kohtaan ja 114 artiklaan.

SEUT-sopimuksen 50 artiklan 1 kohdassa sekä erityisesti 50 artiklan 2 kohdan g alakohdassa määrätään, että EU:lla on toimivalta toimia sijoittautumisvapauden toteuttamiseksi tietyllä toimialalla erityisesti ”sovittamalla tarpeen mukaan yhteen ja pyrkimällä tekemään

²² Ehdotus neuvoston direktiiviksi vieraan ja oman pääoman ehtoisen rahoituksen verokohtelua tasavertaistavaa vähennystä ja korkojen vähennyskelpoisuuden rajoittamista yhteisöverotuksessa koskevien sääntöjen vahvistamisesta (COM(2022) 216 final).

²³ Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, neuvostolle, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle ja alueiden komitealle – *Uusi eurooppalainen innovaatio-ohjelma* (COM(2022) 332 final).

²⁴ Euroopan komissio – julkilausuma, ”A ”Relief Package” to give our SMEs a lifeline in troubled waters I Blog of Commissioner Thierry Breton”, Bryssel, 19. syyskuuta 2022.

²⁵ EUVL C 326, 26.10.2012, s. 47–390.

samanvertaisiksi ne takeet, joita jäsenvaltioissa edellytetään 54 artiklan toisessa kohdassa tarkoitetuilta yhtiöiltä niin yhtiön jäsenten kuin ulkopuolisten etujen turvaamiseksi”. SEUT-sopimuksen 50 artiklassa valtuutetaan parlamentti ja neuvosto toimimaan direktiivein.

SEUT-sopimuksen 114 artiklassa määrätään, että EU voi toteuttaa sisämarkkinoiden toteuttamista ja toimintaa koskevat toimenpiteet jäsenvaltioiden lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten lähentämiseksi. Unionin lainsäätäjä voi käyttää SEUT-sopimuksen 114 artiklaa erityisesti silloin, kun kansallisten sääntöjen erot rajoittavat perusvapauksia tai vääristävät kilpailua ja vaikuttavat näin suoraan sisämarkkinoiden toimintaan.

Rahoitusmarkkinadirektiiviin II tehtävien muutosten oikeusperusta on SEUT-sopimuksen 53 artiklan 1 kohta. SEUT-sopimuksen 53 artiklassa annetaan lainsäätäjille valtuudet antaa direktiivejä, joiden tarkoituksena on helpottaa henkilöiden ryhtymistä kaupalliseen toimintaan ja kaupallisen toiminnan harjoittamista kaikkialla EU:ssa.

- **Toissijaisuusperiaate (jaetun toimivallan osalta)**

Sisämarkkinoiden toteuttamiseen tähtäviä EU:n toimia on SEUT-sopimuksen 4 artiklan mukaisesti tarkasteltava ottamalla huomioon Euroopan unionista tehdyn sopimuksen, jäljempänä 'SEU-sopimus', 5 artiklan 3 kohdassa määrätty toissijaisuusperiaate. On arvioitava, i) voivatko jäsenvaltiot yksin saavuttaa ehdotuksen tavoitteet ja ii) voitaisiinko tavoitteet laajuutensa ja vaikutustensa vuoksi saavuttaa paremmin EU:n tasolla. On myös harkittava, voitaisiinko tavoitteet saavuttaa paremmin EU:n tason toimilla (niin kutsuttu eurooppalaisen lisäarvon kriteeri).

Ehdotetun toimenpiteen tavoitteena on varmistaa tutkimuksen parempi kattavuus EU:ssa erityisesti markkina-arvoltaan pienten ja keskisuurten yritysten osalta. Koska toimenpide koskee rahoitusmarkkinadirektiivin II soveltamisalaan kuuluvia kannustimia koskevia sääntöjä, tarkistettuja sääntöjä sovellettaisiin myös EU:n tasolla.

Liikkeeseenlaskijan rahoittamia tutkimuksia koskevien käytäntösääntöjen osalta ehdotetulla EU:n toimenpiteellä varmistettaisiin, että kaikkiin liikkeeseenlaskijan rahoittamiin tutkimuksiin sovelletaan samoja tai samantasoisia vaatimuksia, kun otetaan huomioon, että tällaisia tutkimuksia voidaan levittää yli rajojen. Tämä parantaisi yhdenmukaisella tavalla liikkeeseenlaskijan rahoittamien tutkimusten laatua kaikkialla EU:ssa ja siten tehostaisi rahoitusmahdollisuuksien saatavuutta EU:n julkisten markkinoiden kautta.

Listautumisdirektiivissä säädettyjen listautumisvaatimusten osalta jäsenvaltioiden erilaiset lähestymistavat ja tulkinnat säännöistä vaikeuttavat sääntelyn hajanaisuuden vähentämistä EU:ssa. Koska rahoitusmarkkinadirektiivi II kattaa nyt rahoitusvälineiden kaupankäynnin kohteeksi ottamista koskevat säännöt ja sillä pyritään mahdollisimman suureen kansallisten sääntöjen yhdenmukaistamiseen, listautumisdirektiivin jäljellä olevien asiaankuuluvien säännösten sisällyttäminen rahoitusmarkkinadirektiiviin II vaikuttaa sopivimmalta tavalta vähentää listautumissääntöjen erilaista soveltamista EU:ssa.

- **Suhteellisuusperiaate**

Suhteellisuusperiaatteen mukaisesti ehdotuksessa ei ylitetä sitä, mikä on tarpeen sen tavoitteiden saavuttamiseksi. Ehdotus on suhteellisuusperiaatteen mukainen, sillä siinä otetaan huomioon oikea tasapaino markkinaosapuolten etujen ja toimenpiteen kustannustehokkuuden välillä.

Sijoitustutkimuksen osalta ehdotettu sääntelymuutos keventää sijoituspalveluyritysten taakkaa ja varmistaa, että useammat markkina-arvoltaan pienet ja keskisuuret yritykset saavat tutkimustietoa ja hyötyvät paremmasta näkyvyydestä markkinoilla.

Listautumisdirektiivin osalta ehdotus sen kumoamisesta ja asianomaisten säännösten sisällyttämisestä rahoitusmarkkinadirektiiviin II on osoitus lainsäädäntöympäristön kehittymisestä.

- **Toimintatavan valinta**

Tällä ehdotuksella muutetaan Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviä, joka on annettu SEUT-sopimuksen 53 artiklan 1 kohdan perusteella. Sen vuoksi edellä mainittua direktiiviä on muutettava direktiiviehdotuksella.

Listautumisdirektiivi perustuu SEUT-sopimuksen 50 ja 114 artiklaan. Listautumisdirektiivi kumotaan, ja asiaankuuluvat listautumista koskevat säännökset sisällytetään rahoitusmarkkinadirektiiviin II. Tämä antaa jäsenvaltioille mahdollisuuden muuttaa nykyisin voimassa olevaa lainsäädäntöä siinä määrin kuin on tarpeen rahoitusmarkkinadirektiivin II säännösten noudattamisen varmistamiseksi.

3. JÄLKIARVIOINTIEN, SIDOSRYHMIEN KUULEMISTEN JA VAIKUTUSTENARVIOINTIEN TULOKSET

- **Jälkiarvioinnit/toimivuustarkastukset**

Tässä aloitteessa keskitytään vähentämään sääntelytaakkaa, joka liikkeeseenlaskijoille aiheutuu listautumisprosessin aikana ja listautumisen jälkeen. Sen vuoksi aloite kattaa ainoastaan ne EU:n lainsäädännön näkökohdat, joiden sidosryhmät katsovat haittaavan yritysten pääsyä julkisille markkinoille ja kykyä pysyä niillä.

Komission yksiköt keräsivät tämän aloitteen laatimista varten huomattavan määrän tietoja suoraan kauppapaikoilta ja liikkeeseenlaskijoilta (mukaan lukien pk-yritysten järjestöt). Pk-yrityksiä käsittelevä tekninen asiantuntijaryhmä (joka oli toiminnassa lokakuun 2020 ja toukokuun 2021 välisenä aikana) toimitti jonkin verran näyttöä markkinaosapuolilta saatujen tietojen lisäksi. Lisäksi komissio tilasi marraskuussa 2020 Oxeralta EU:n osakkeiden ensi- ja jälkimarkkinoita koskevan tutkimuksen, joka sisältää hyvin yksityiskohtaisen katsauksen EU:n pääomamarkkinoista. Muita käytettyjä lähteitä olivat laaja akateeminen kirjallisuus ja tutkimus.

Tarkempia tietoja ehdotukseen liittyvistä ongelmista on ehdotuksen liitteenä olevassa listautumissäädöksen vaikutustenarvioinnissa. Liitteessä 7 esitetään yleiskatsaus siitä, miten jäsenvaltiot ovat panneet listautumisdirektiivin täytäntöön, ja esitetään mahdollisia tulevia toimintalinjoja. Liitteessä 9 analysoidaan sijoitustutkimusta koskevia sääntöjä ja EU:n sääntely-ympäristön tähänastisia muutoksia. Siinä myös esitetään mahdollisia etenemistapoja.

- **Sidosryhmien kuuleminen**

Komissio käynnisti 19. marraskuuta 2021 kohdennetun kuulemisen, joka kesti 14 viikkoa ja jossa sidosryhmiltä pyydettiin näkemyksiä siitä, miten unionin julkisille markkinoille listautumisen yleistä houkuttelevuutta voitaisiin lisätä, mukaan lukien sääntelykehyksen mahdolliset puutteet, jotka estävät yrityksiä hankkimasta varoja pääomamarkkinoilta. Kuulemisessa esitettiin erityisiä kysymyksiä, jotka koskivat asetusta (EU) 2017/1129, asetusta (EU) N:o 596/2014, direktiiviä 2001/34/EY ja direktiiviä 2014/65/EU sekä yleisellä tasolla parannettavia osa-alueita.

Kaiken kaikkiaan saatiin 108 vastausta sidosryhmiltä 22 jäsenvaltiosta, Yhdysvalloista, Yhdistyneestä kuningaskunnasta ja Sveitsistä.

Suurin osa vastaajista (60 %) katsoi, että olisi hyödyllistä sisällyttää tasolle 1 edellytykset, joiden perusteella monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän ylläpitäjä voi rekisteröidä monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän osan pk-yritysten kasvumarkkinaksi. Ne korostivat, että tämä lisäisi oikeudellista selkeyttä. Ne lisäsivät, että tällainen muutos voisi myös kannustaa useampia monenkeskisiä kaupankäyntijärjestelmiä rekisteröimään markkinoiden osia pk-yritysten kasvumarkkinoiksi.

Pieni enemmistö vastaajista (51 %) piti pääomamarkkinoiden elpymispaketilla käyttöön otettua uutta tutkimusjärjestelmää myönteisenä, sillä se tukee pk-yritysten pääsyä pääomamarkkinoille. Useimmat vastaajat totesivat, että pääomamarkkinoiden elpymispaketin vaikutus on kuitenkin hyvin rajallinen. Jotkut huomauttivat, että pk-yrityksiä koskevan tutkimuksen kattavuutta pidetään omaisuudenhoitajien ja tutkimuksen tarjoajien kannalta epätaloudellisenä ja että tämä näyttää olevan pitkän aikavälin suuntaus. Erityisesti elinkeinoyhdistykset ja kansalliset toimivaltaiset viranomaiset huomauttivat kuitenkin, että on vielä liian aikaista sanoa, mikä on uuden järjestelmän kokonaisvaikutus. Valtaosa vastaajista (72,9 %) katsoo, että rahoitusmarkkinadirektiivin II tutkimusta koskevan sääntelyn lieventämisestä entisestään olisi hyötyä. Jotkut ehdottivat poikkeuksen kynnysarvon nostamista, jotta markkina-arvoltaan pienet ja keskisuuret yritykset saataisiin katettua täysimittaisesti, mutta useat elinkeinoyhdistykset katsoivat, että paluu täysin eriyttämättömään toteutukseen ja yritystutkimuksen hinnoitteluun on ainoa ratkaisu, jolla voidaan lisätä pk-yrityksiä koskevaa tutkimusta (jonka määrä on laskenut lähes olemattomalle tasolle). Jotkut katsoivat myös, että rahoitusmarkkinadirektiivin II tutkimusjärjestelmä on väärin suunniteltu kaikenkokoisille yrityksille. Nämä vastaajat olivat sitä mieltä, että rahoitusmarkkinadirektiivi II on epäsuorasti kannustanut kohdentamaan suuremman osan tutkimuspalvelujen arvosta muutamalle suurelle toimijalle (eli johtanut alan keskittymiseen).

Enemmistö suositteli, että kiinteää tuottoa koskeva tutkimus jätetään kokonaan eriyttämissäännön ulkopuolelle, sillä uudistus ei ole vaikuttanut hintaeroihin tai lisännyt riippumattomien tarjoajien tekemää tutkimusta. Muutamat vastaajat vastustivat kuitenkin jyrkästi myös täydellistä uudelleenyhdistämistä, sillä ne katsoivat, että tämä loisi sijoituspalveluyritysten ja muiden tutkimuksen tuottajien tutkimuksen välille epätasapuoliset toimintaedellytykset, joita ei voida hyväksyä. Tutkimuksen on oltava riippumatonta riippumatta siitä, että tutkimuksen tekijä voi harjoittaa myös muuta toimintaa tai kuulua konserniin. Monet vastaajat ehdottivat kannustamista liikkeeseenlaskijan rahoittamaan tutkimukseen, sillä se olisi ainoa tapa kehittää pk-yrityksiä koskevaa tutkimusta (sekä oman pääoman ehtoiset että kiinteätuottoiset tuotteet). Ne ehdottivat kuitenkin takeita, joilla voitaisiin lisätä liikkeeseenlaskijan rahoittaman tutkimuksen hyväksyttävyyttä sijoittajien keskuudessa, esimerkiksi käytäntösääntöjen soveltamista siihen ja sen selkeää merkitsemistä liikkeeseenlaskijan rahoittamaksi tutkimukseksi (eikä markkinointiviestinnäksi). Suuri enemmistö vastaajista (58,5 %) katsoi, että nykymuotoista listautumisdirektiiviä on muutettava. Vastaajat olivat eri mieltä siitä, pitäisikö listautumisdirektiivi sisällyttää johonkin muuhun säädökseen, olisiko sitä muutettava direktiivinä, olisiko se muutettava asetukseksi vai olisiko se kumottava. Yli 33 prosenttia vastaajista katsoi, että listautumisdirektiivin 1 artiklassa säädetyt määritelmät ovat vanhentuneita. Lähes 47 prosenttia ei osannut vastata kysymykseen. Hyvin harvat vastaajat (20 %) olivat sitä mieltä, että määritelmät eivät ole vanhentuneita. Useimmat vastaajat (54 %) katsoivat, että listautumisdirektiivin jäsenvaltioille ja kansallisille toimivaltaisille viranomaisille antama laaja joustavuus osakkeiden ja joukkovelkakirjojen viralliselle listalle ottamista koskevien sääntöjen soveltamisessa on asianmukaista paikallisten markkinaolosuhteiden vuoksi. Suurin osa mielipiteensä

ilmaisseista vastaajista piti ennustettavaa markkina-arvoa (listautumisdirektiivin 43 artiklan 1 kohta), ennen listautumisantia tehtävää julkistamista koskevaa vaatimusta (listautumisdirektiivin 44 artikla) ja yleisön hallussa vapaasti vaihdettavissa olevia osakkeita koskevaa vaatimusta (listautumisdirektiivin 48 artiklan 5 kohta) erittäin tai melko merkityksellisinä (67 %, 68 % ja 72 % vastaajista). Jotkut vastaajat lisäsivät, että tarvitaan joustavuutta, jotta vaatimuksia voidaan mukauttaa markkinoiden tai liikkeeseenlaskijan koon mukaan (jotta yleisön hallussa vapaasti vaihdettavissa olevia osakkeita koskevaa kynnysarvoa voitaisiin alentaa). Toiset taas olivat sitä mieltä, että kansallista harkintavaltaa ei tarvittaisi, jos EU:n tasolla asetettaisiin asianmukainen vähimmäiskynnysarvo.

- **Asiantuntijatiedon keruu ja käyttö**

Viime vuosina komission jatkuvassa arvioinnissa on keskitytty yritysten, erityisesti pk-yritysten, pääsyyn julkisille markkinoille. Pk-yrityksiä käsittelevän teknisen asiantuntijaryhmän ja vuoden 2020 pääomamarkkinaunionia koskevan toimintasuunnitelman yhteydessä on otettu esiin huolia yrityksille julkisille markkinoille pääsemisessä aiheutuvasta sääntelytaakasta. Komissio on myös ottanut huomioon Oxeran tutkimuksessa aiheesta tehdyn laajan tutkimuksen.

Lisäksi komissio järjesti huhtikuussa 2022 kaksi teknistä kokousta/työpajaa alan sidosryhmien kanssa tarkasteltavina olevien toimintavaihtoehtojen tarkentamiseksi edelleen.

Komissio on myös esitellyt ehdotuksen tavoitteen Euroopan arvopaperikomitean asiantuntijaryhmässä sekä Euroopan parlamentin Talous- ja raha-asioiden valiokunnan (ECON) koordinaattoreille.

Asiantuntijaryhmän suositukset

Komissio käynnisti lokakuussa 2020 pk-yrityksiä käsittelevän teknisen asiantuntijaryhmän. Ryhmän tehtävänä oli seurata ja arvioida pk-yritysten kasvumarkkinoiden toimintaa sekä tarjota asiantuntemusta ja mahdollista panosta muilla aloilla, jotka liittyvät pk-yritysten pääsyyn julkisille markkinoille. Pk-yrityksiä käsittelevä tekninen asiantuntijaryhmä vahvisti sidosryhmien ilmaiseaman huolen siitä, että yritysten, erityisesti pk-yritysten, listautumisen tukemiseksi tarvitaan lisää lainsäädäntötoimia. Toukokuussa 2021 julkaistussa loppuraportissaan pk-yrityksiä käsittelevä tekninen asiantuntijaryhmä esitti 12 suositusta, joissa se muun muassa kannustaa jäsenvaltioita toteuttamaan toimenpiteitä, joilla edistetään kaikkien listattujen pienten ja keskisuurten yritysten osaketutkimuksen kattavuutta.

Sidosryhmätapaamiset

Lisäksi komission yksiköt järjestivät huhtikuussa 2022 kaksi teknistä kokousta/työpajaa alan sidosryhmien kanssa komission tarkasteltavina olleiden toimintavaihtoehtojen tarkentamiseksi edelleen. Pörssien kanssa järjestetty kokous pidettiin 5. huhtikuuta 2022. Useimmat pörssit kannattivat listautumisdirektiivin kumoamista, kunhan tietyt osatekijät (yleisön hallussa vapaasti vaihdettavissa olevat osakkeet ja ennustettava vähimmäismarkkina-arvo) sisällytetään rahoitusmarkkinadirektiivin II järjestelmään. Jotkut kannattivat myös yleisön hallussa vapaasti vaihdettavissa olevia osakkeita koskevan vähimmäisvaatimuksen alentamista 10 prosenttiin. Yksi pörssi katsoi, että ”viralliselle listalle ottamisen” käsite on tärkeä ja että se olisi säilytettävä. Tästä syystä kyseinen pörssi vastusti direktiivin kumoamista. Liikkeeseenlaskijoiden ja sijoittajien kanssa järjestetty kokous pidettiin 8. huhtikuuta 2022. Listautumisdirektiivin osalta näkemyksensä ilmaisseet sidosryhmät pitivät hyvänä sitä, että yleisön hallussa vapaasti vaihdettavissa olevia osakkeita koskevat säännökset poistetaan.

Tapaamiset jäsenvaltioiden asiantuntijoiden kanssa

Komissio esitteli ehdotuksen tavoitteen myös Euroopan arvopaperikomitean asiantuntijaryhmässä 15. lokakuuta 2021 sekä 17. ja 30. toukokuuta 2022. Keskusteluun osallistuneet valtuuskunnat tukivat komission tavoitetta parantaa EU:n julkisten markkinoiden houkuttelevuutta siten, että samalla varmistetaan sijoittajansuoja ja markkinoiden luotettavuus.

Tapaaminen Euroopan parlamentin ECON-valiokunnan koordinaattoreiden kanssa

Keskusteluun osallistuneet koordinaattoreina toimivat Euroopan parlamentin jäsenet suhtautuivat myönteisesti komission ehdotukseen listautumissäädöstä koskevasta etenemisestä ja tunnustivat EU:n julkisiin markkinoihin liittyvän ongelman. He korostivat, että komission on löydettävä oikea tasapaino sen varmistamiseksi, että kaikki yritykset, erityisesti pk-yritykset, voivat saada rahoitusta julkisilta markkinoilta siten, että samalla varmistetaan riittävä sijoittajansuoja.

• Vaikutustenarviointi

Vaikutustenarviointi toimitettiin 10. kesäkuuta 2022 sääntelytarkastelulautakunnalle, joka antoi vaikutustenarvioinnista (varauksin) 8. heinäkuuta 2022 myönteisen lausunnon. Sääntelytarkastelulautakunta pyysi muuttamaan vaikutustenarvioinnin luonnosta seuraavien seikkojen selventämiseksi: i) listautumissäädösaloitteen kytkeytyneisyys ja johdonmukaisuus muiden aiheeseen liittyvien pääomamarkkinointia koskevien aloitteiden kanssa, ii) analyysin riskit ja rajoitukset sekä iii) eri sidosryhmäluokkien ilmaisemat erilaiset näkemykset ongelman määrittelystä, vaihtoehtoista ja vaihtoehtojen vaikutuksista. Lautakunnan esittämät kommentit on käsitelty ja otettu huomioon vaikutustenarvioinnin lopullisessa versiossa.

Vaikutustenarvioinnissa keskitytään tunnistamaan erityisiä sääntelyesteitä ja puuttumaan niihin listautumisprosessin jokaisessa vaiheessa. Siinä käsitellään yhtiöoikeudesta johtuvia listautumisantia edeltävän vaiheen esteitä, erityisesti sitä, että moniääniosakkeiden listaaminen ei ole mahdollista kaikissa jäsenvaltioissa. Sen jälkeen siinä keskitytään esiteasetuksesta johtuviin listautumisantivaiheen esteisiin, jotka johtuvat erityisesti esitteen laatimisesta aiheutuvista korkeista kustannuksista. Lisäksi siinä käsitellään markkinoiden väärinkäyttöasetuksesta aiheutuvia listautumisanntin jälkeisen vaiheen esteitä, erityisesti kustannuksia, jotka johtuvat oikeudellisesta epävarmuudesta, joka liittyy liikkeeseenlaskijoiden velvollisuuteen julkistaa sisäpiiritietoa. Vaikutustenarvioinnissa esitetään listautumisprosessin kunkin vaiheen osalta kaksi toimintavaihtoehtoa sen jälkeen, kun käytettävissä oleva empiirinen näyttö on analysoitu, ottaen huomioon sidosryhmien näkemykset.

Vaikutustenarvioinnissa analysoidaan vaihtoehtoja kolmen tavoitteen kannalta: i) vähennetäänkö niillä listautumaan pyrkiville tai jo listautuneille yrityksille sääntelystä ja vaatimusten noudattamisesta aiheutuvia kustannuksia, ii) varmistetaanko niillä riittävä sijoittajansuojan ja markkinoiden luotettavuuden taso ja iii) lisätäänkö niillä liikkeeseenlaskijoiden kannustimia listautua. Parhaaksi katsotun vaihtoehdon (kunkin listautumisprosessin vaiheen osalta) olisi näin ollen oltava kustannustehokas ja tuloksellinen yksilöityjen esteiden poistamisessa. Samalla sen olisi turvattava riittävän korkea sijoittajansuojan ja markkinoiden luotettavuuden taso. Vaihtoehtoja määritettäessä ja arvioitaessa on otettu huomioon pienempiä yrityksiä koskevien toimenpiteiden oikeasuhteisuus.

Vaikka vaihtoehtoisissa esitetyillä sääntelyn muutoksilla ei itsessään pystyittäisi käsittelemään kaikkia EU:n julkisten markkinoiden haasteita, niillä pyritään yhdessä muiden sellaisten

toimenpiteiden kanssa, joita harkitaan osana laajempaa yritysten pääsyä julkisille pääomamarkkinoille parantavaa suunnitelmaa, kääntämään EU:n julkisten markkinoiden tämänhetkinen kielteinen suuntaus. Ilman näitä sääntelyn parannuksia EU:n julkiset markkinat soveltaisivat edelleen listautumista koskevaa heikompaa sääntelykehystä, mikä puolestaan vähentäisi julkisten markkinoiden houkuttelevuutta siten, että EU:n liikkeeseenlaskijoille, sijoittajille ja koko EU:n taloudelle aiheutuisi kustannuksia. Näin ollen perusskenaariossa ei ole tarkoitus muuttaa listautuvia ja jo listautuneita yrityksiä koskevien sääntöjen lainsäädäntökehystä.

Listautumisdirektiivin osalta vaikutustenarvioinnissa suositellaan listautumisdirektiivin kumoamista ja sen asiaankuuluvien säännösten siirtämistä rahoitusmarkkinadirektiiviin II.

Rahoitusmarkkinadirektiivin osalta vaikutustenarvioinnissa suositellaan sellaisten toimenpiteiden tarkastelemista, joita voitaisiin toteuttaa sijoitustutkimusmarkkinoiden elvyttämiseksi, kuten liikkeeseenlaskijoiden tai yritysten markkina-arvon kynnysarvon nostamista, jonka alittuessa poikkeusta sovellettaisiin, jotta voitaisiin kattaa laajempi joukko pk-yrityksiä. Toinen toimenpide, jolla voitaisiin kannustaa liikkeeseenlaskijan rahoittaman tutkimuksen lisäämiseen, olisi tällaista tutkimusta sääntelevien ”käytännösääntöjen” luominen.

Yhteiskuntaan, talouteen ja ympäristöön liittyviä vaikutuksia koskevan periaatteen, ilmastotavoitteiden noudattamista koskevan periaatteen ja ”ei merkittävää haittaa” -periaatteen osalta tällä ehdotuksella edistetään pääomamarkkinaunionin toimintaohjelmaa ja tavoitteita, joilla pyritään varmistamaan EU:n pääomamarkkinoiden kehitys ja yhdentyminen. Tässä aloitteessa ehdotettujen sääntelytoimenpiteiden odotetaan vaikuttavan kaikkiin EU:n yrityksiin, mutta erityisesti pk-yrityksiin, jotka ovat alttiimpia (liialliselle) sääntelytaakalle kuin suuremmat yritykset, joilla on paremmat valmiudet selviytyä kustannuksista. Tämä ehdotus myös edistäisi avoimempien ja kilpailukykyisempien pääomamarkkinoiden kehittymistä, mikä hyödyttäisi erityisesti innovatiivisten ja tutkimusintensiivisten alojen nopeammin kasvavia yrityksiä, joilla pääoman tarve on yleensä suurempi.

Aloitteella ei odoteta olevan suoria yhteiskuntaan liittyviä vaikutuksia. Työllisyyteen voi kuitenkin kohdistua myönteisiä välillisiä vaikutuksia. Vaikka (välillisiä) yhteiskuntaan liittyviä vaikutuksia ei voida määrittää, ne ovat todennäköisesti myönteisiä. Jos ehdotuksen tavoite helpottaa EU:n yritysten pääsyä julkisille markkinoille saavutetaan, EU:n yritykset voivat hyötyä monipuolisemmista ja suuremmista rahoituslähteistä, minkä ansiosta ne voivat innovoida, kasvaa ja työllistää enemmän ihmisiä.

Tämän ehdotuksen täytäntöönpanosta ei odoteta aiheutuvan suoria tai välillisiä ympäristövaikutuksia eikä merkittävää haittaa. Monet julkisille markkinoille listautuneet yritykset voivat kuitenkin osallistua uusien ympäristöystävällisten teknologioiden kehittämiseen ja innovointiin. Rahoituksen saatavuuden parantaminen antaa näille yrityksille mahdollisuuden kasvaa nopeammin ja kohdentaa enemmän rahoitusvaroja tutkimus- ja kehittämisohjelmiin, jotka voivat edistää Euroopan vihreän kehityksen ohjelman tavoitteiden saavuttamista.

Ehdotus on ihmisarvoista työtä ja talouskasvua koskevan kestävä kehityksen tavoitteen ⁸²⁶ mukainen, sillä se edistää pk-yritysten kasvua helpottamalla rahoituksen saantia julkisten

²⁶ Yhdistyneiden kansakuntien kestävä kehityksen tavoite 8 koskee ihmisarvoista työtä ja talouskasvua. Listautumissäädöksen odotetaan edistävän pk-yritysten kasvua helpottamalla rahoituksen saantia julkisilta markkinoilta. Vasta listautuneet yritykset ovat investointien ja työpaikkojen luomisen keskeinen moottori. Helpompi

markkinoiden kautta. Vasta listautuneet yritykset ovat investointien ja työpaikkojen luomisen keskeinen moottori. Helpompi pääsy julkisille markkinoille kannustaa yrittäjiä monipuolistamaan toimintaansa talouden häiriötilanteissa, mikä parantaa talouden häiriönsietokykyä. Ehdotuksella myös edistetään suoraan tavoitetta 8.3 ”Edistää kehityslähtöisiä käytäntöjä, jotka tukevat tuottavaa toimintaa, säällisten työpaikkojen luontia, yrittäjyyttä, luovuutta ja innovointia sekä kannustavat mikro- ja pienyritysten sekä keskisuurten yritysten perustamiseen ja kasvattamiseen, esimerkiksi takaamalla rahoituspalvelujen saanti” ja tavoitetta 8.10 ”Tukea kotimaisten rahoituslaitosten kykyä tarjota pankki-, vakuutus- ja rahoituspalveluja kaikille” sekä välillisesti tavoitetta 8.2 ”Saavuttaa korkeampi taloudellisen tuottavuuden taso monipuolistamisen, teknologian uudistamisen ja innovaatioiden avulla”.

Lisäksi ehdotus on kestävä teollisuutta, innovaatioita ja infrastruktuureja koskevan kestävä kehityksen tavoitteen 9 mukainen, sillä helpompi pääsy julkisille markkinoille lisäisi pienten (teollisuus)yritysten mahdollisuuksia saada uusia rahoitusmahdollisuuksia. Tämä tarjoaisi niille vaihtoehtoisia rahoituslähteitä ja varmistaisi niiden kyvyn kasvaa ja innovoida, myös EU:n kannalta keskeisillä strategisesti tärkeillä aloilla. Ehdotuksella edistetään välillisesti tavoitetta 9.3 ”Lisätä pienimuotoisten teollisuus- ja muiden yritysten pääsyä rahoituspalvelujen, kuten edullisten luottojen, piiriin erityisesti kehitysmaissa ja niiden integroitumista arvoketjuihin sekä markkinoille”.

Tällä ehdotuksella ei yleisesti ottaen odoteta olevan vaikutuksia digitalisaatioon.

- **Sääntelyn toimivuus ja yksinkertaistaminen**

Koko listautumissäädöspaketin odotetaan tuovan vuosittain noin 167 miljoonan euron hallinnolliset kustannussäästöt liikkeeseenlaskijoille, mukaan lukien pk-yritykset. Kansallisten toimivaltaisten viranomaisten odotetaan pystyvän vähentämään kustannuksiaan, sillä yksinkertaisemmat ja selkeämmät vaatimukset mahdollistavat niiden valvontatoimien tehokkaamman toteuttamisen. Koska listautumisdirektiivin merkitys ja lisäarvo ovat vähentyneet viimeaikaisen lainsäädännön seurauksena, listautumissäädöspaketissa ehdotetaan myös listautumisdirektiivin kumoamista. On odotettavissa, että ehdotuksen täytäntöönpanosta aiheutuu liikkeeseenlaskijoille ja kansallisille toimivaltaisille viranomaisille ainoastaan vähäisiä mukautumiskustannuksia.

- **Perusoikeudet**

Ehdotuksessa kunnioitetaan perusoikeuksia ja otetaan huomioon perusoikeuskirjassa tunnustetut periaatteet, erityisesti elinkeinovapaus (16 artikla) ja kuluttajansuoja (38 artikla). Tämän aloitteen tavoitteena on keventää liikkeeseenlaskijoihin kohdistuvaa hallinnollista raskautta, joten se edistää osaltaan elinkeinovapautta.

4. TALOUSARVIOVAIKUTUKSET

Aloitteella ei odoteta olevan vaikutusta EU:n talousarvioon.

pääsy julkisille markkinoille kannustaa yrittäjiä monipuolistamaan toimintaansa talouden häiriötilanteissa, mikä parantaa talouden häiriönsietokykyä.

5. LISÄTIEDOT

• Toteuttamissuunnitelmat, seuranta, arviointi ja raportointijärjestelyt

Toimenpidettä on tarkoitus arvioida viiden vuoden kuluttua sen toteuttamisesta komission paremman sääntelyn suuntaviivojen mukaisesti. Pyrkimyksenä on arvioida muun muassa sitä, miten vaikuttava ja tehokas direktiivi on ollut tavoitteiden saavuttamisen kannalta ja tarvitaanko uusia toimenpiteitä tai muutoksia.

• Ehdotukseen sisältyvien säännösten yksityiskohtaiset selitykset

Direktiivin 2014/65/EU muuttaminen

Ehdotuksen 1 artiklalla muutetaan direktiiviä 2014/65/EU seuraavassa esitetyllä tavalla.

- Ehdotuksen 1 artiklan 1 kohdalla muutetaan direktiivin 2014/65/EU 4 artiklan 1 kohdan 12 alakohtaa, jossa määritellään pk-yritysten kasvumarkkinan määritelmä, sisällyttämällä määritelmään myös monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän osa.
- Ehdotuksen 1 artiklan 2 kohdan a alakohdassa lisätään uusi sijoitustutkimuksen ominaisuuksia koskeva 3 a kohta. Siinä säädetään, että kolmansien osapuolten tarjoaman tutkimuksen on oltava tasapuolista ja selkeää eikä se saa olla harhaanjohtavaa.
- Ehdotuksen 1 artiklan 2 kohdan a alakohdassa lisätään myös uusi 3 b kohta, joka koskee edellytyksiä, joiden täyttyessä tutkimus voidaan merkitä ”liikkeeseenlaskijan rahoittamaksi tutkimukseksi”. Tällaisia edellytyksiä ovat muun muassa vaatimus siitä, että tutkimuksessa on noudatettava käytännesääntöjä, sekä tällaisten käytännesääntöjen sisältöä, julkaisemista ja tarkistamista koskevat vaatimukset. Artiklassa selvennetään myös, että liikkeeseenlaskijat voivat toimittaa liikkeeseenlaskijan rahoittaman tutkimuksensa eurooppalaista keskitettyä yhteispistettä koskevan ehdotuksen mukaiselle tiedonkeruuelimelle. Lisäksi täsmennetään, että kaikki liikkeeseenlaskijan maksama tutkimusaineisto, jota ei ole tuotettu tällaisten käytännesääntöjen mukaisesti, on merkittävä markkinointiviestinnäksi.
- Ehdotuksen 1 artiklan 2 kohdan a alakohdassa lisätään uusi 3 d kohta. Liikkeeseenlaskijan rahoittamaksi tutkimukseksi merkityn tutkimuksen etusivulla on selvästi ilmoitettava, että se on laadittu käytännesääntöjen mukaisesti.
- Ehdotuksen 1 artiklan 2 kohdan b alakohdassa nostetaan yritysten markkina-arvon kynnysarvo, jonka alittuessa eriyttämissääntöjä ei sovelleta, kymmeneen miljardiin euroon.
- Asetuksen 1 artiklan 3 kohdan a–c alakohdassa selvennetään, että monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän osa voidaan rekisteröidä pk-yritysten kasvumarkkinaksi, ja vahvistetaan sen rekisteröintiä tai rekisteristä poistamista koskevat edellytykset ja vaatimukset.
- Ehdotuksen 1 artiklan 4 kohdassa lisätään uusi 51 a artikla, joka koskee osakkeiden kaupankäynnin kohteeksi ottamista säännellyllä markkinalla koskevia erityisiä ehtoja. Tällaisia ehtoja ovat miljoonan euron vähimmäismarkkina-arvovaatimus yrityksille, jotka pyrkivät listaamaan osakkeensa säännellyllä markkinalla, ja yleisön hallussa vapaasti vaihdettavissa olevia osakkeita koskeva 10 prosentin vähimmäisvaatimus. Lisäksi komissiolle siirretään valtaa antaa delegoituja säädöksiä tällaisten kynnysarvojen muuttamiseksi, jos ne haittaavat julkisten markkinoiden likviditeettiä, ottaen huomioon rahoitusmarkkinoiden kehitys.

Direktiivin 2001/34/EY muuttaminen

Ehdotuksen 2 artiklalla kumotaan listautumisdirektiivi.

Ehdotuksen 3 artiklassa säädetään tämän direktiivin osaksi kansallista lainsäädäntöä saattamista koskevasta vaatimuksesta ja saattamisen aikataulusta.

Ehdotuksen 4 artiklassa säädetään tämän direktiivin voimaantulopäivästä.

Ehdotuksen 5 artiklassa säädetään, kenelle tämä direktiivi on osoitettu.

Ehdotus

EUROOPAN PARLAMENTIN JA NEUVOSTON DIREKTIIVI

direktiivin 2014/65/EU muuttamisesta unionin julkisten pääomamarkkinoiden houkuttelevuuden lisäämiseksi yritysten kannalta ja pienten ja keskisuurten yritysten pääoman saannin helpottamiseksi sekä direktiivin 2001/34/EY kumoamisesta

(ETA:n kannalta merkityksellinen teksti)

EUROOPAN PARLAMENTTI JA EUROOPAN UNIONIN NEUVOSTO, jotka

ottavat huomioon Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen ja erityisesti sen 50 artiklan, 53 artiklan 1 kohdan ja 114 artiklan,

ottavat huomioon Euroopan komission ehdotuksen,

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

ottavat huomioon Euroopan talous- ja sosiaalikomitean lausunnon²⁷,

noudattavat tavallista lainsäätämisjärjestystä,

sekä katsovat seuraavaa:

- (1) Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviä 2014/65/EU²⁸ on muutettu Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksella (EU) 2019/2115²⁹, jossa on otettu käyttöön oikeasuhteisia helpotuksia pk-yritysten kasvumarkkinoiden käytön lisäämiseksi ja niiden liikkeeseenlaskijoiden liiallisten sääntelyvaatimusten vähentämiseksi, jotka hakevat arvopapereiden kaupankäynnin kohteeksi ottamista pk-yritysten kasvumarkkinoilla, säilyttäen samalla sijoittajansuojan ja markkinoiden luotettavuuden asianmukainen taso. Direktiiviin 2014/65/EU on kuitenkin tehtävä lisämuutoksia, jotta listautumisprosessia voidaan yksinkertaistaa ja jotta yritysten sääntelykohtelusta voidaan tehdä joustavampaa ja oikeasuhteisempaa yritysten kokoon nähden.
- (2) Direktiivissä 2014/65/EU ja komission delegoidussa direktiivissä (EU) 2017/593³⁰ säädetään edellytyksistä, joiden täytyessä kolmansien osapuolten sellaisille

²⁷ EUVL C , , s. .

²⁸ 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).

²⁹ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2019/2115, annettu 27 päivänä marraskuuta 2019, direktiivin 2014/65/EU sekä asetusten (EU) N:o 596/2014 ja (EU) 2017/1129 muuttamisesta pk-yritysten kasvumarkkinoiden käytön edistämisen osalta (EUVL L 320, 11.12.2019, s. 1).

³⁰ Komission delegoitu direktiivi (EU) 2017/593, annettu 7 päivänä huhtikuuta 2016, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2014/65/EU täydentämisestä asiakkaiden rahoitusvälineiden ja varojen suojaamisen, tuotevalvontaveroitteen sekä välityspalkkioiden, provisioiden tai muiden rahallisten tai ei-rahallisten etujen tarjoamiseen tai vastaanottamiseen sovellettavien sääntöjen osalta (EUVL L 87, 31.3.2017, s. 500).

sijoituspalveluyrityksille tarjoota tutkimuksia, jotka tarjoavat salkunhoitoa tai muita sijoitus- tai oheispalveluja asiakkaille, ei pidetä kannustimina. Kyseiseen direktiiviin on tarpeen tehdä muutoksia, jotta voidaan edistää unionin yrityksiä, erityisesti markkina-arvoltaan pieniä ja keskisuuria yrityksiä, koskevaa sijoitustutkimusta sekä lisätä näiden yritysten näkyvyyttä ja mahdollisuuksia houkutellessa mahdollisia sijoittajia.

- (3) Direktiivin 2014/65/EU tutkimusta koskevissa säännöksissä edellytetään, että sijoituspalveluyritysten on erotettava välityspalkkioina saamansa maksut sijoitustutkimuksen tarjoamisesta saadusta korvauksesta ("tutkimuksen eriyttämissäännöt") tai maksettava sijoitustutkimus omista varoistaan ja arvioitava ostamansa tutkimuksen laatu vankkojen laaturusteiden ja sen perusteella, voiko kyseinen tutkimus edistää parempia sijoituspäätöksiä. Näitä sääntöjä on muutettu vuonna 2021 Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivillä (EU) 2021/338³¹ siten, että sellaisille markkina-arvoltaan pienille ja keskisuurille yrityksille, joiden markkina-arvo on alle yksi miljardi euroa, sallitaan yhdistetyt maksut toteutuspalveluista ja tutkimuksesta. Sijoitustutkimuksen määrän väheneminen ei kuitenkaan ole hidastunut.
- (4) Sijoitustutkimusmarkkinoiden elvyttämiseksi ja yritysten, erityisesti markkina-arvoltaan pienten ja keskisuurten yritysten, riittävän tutkimuskattavuuden varmistamiseksi on tarpeen lieventää tutkimuksen eriyttämissääntöjä edelleen. Jos yritysten markkina-arvon kynnysarvo, jonka alittuessa eriyttämissääntöjä ei sovelleta, nostetaan yhdestä miljardista eurosta kymmeneen miljardiin euroon, useammat markkina-arvoltaan pienet ja keskisuuret yritykset, erityisesti useammat markkina-arvoltaan keskisuuret yritykset, hyötyvät laajemmasta tutkimuskattavuudesta, mikä lisää näiden yritysten näkyvyyttä mahdollisille sijoittajille ja parantaa siten niiden valmiuksia hankkia rahoitusta markkinoilta.
- (5) Lisäksi markkina-arvoltaan pienet ja keskisuuret yritykset kattavan sijoitustutkimuksen tukemiseksi liikkeeseenlaskijoiden kokonaan tai osittain maksama tutkimusaineisto olisi merkittävä "liikkeeseenlaskijan rahoittamaksi tutkimukseksi". Tällaisen tutkimusaineiston riittävän objektiivisuuden ja riippumattomuuden varmistamiseksi aineisto olisi tuotettava noudattaen jäsenvaltiossa rekisteröidyn markkinoiden ylläpitäjän tai toimivaltaisen viranomaisen laatimia tai hyväksymiä käytäntöjä. Liikkeeseenlaskijan rahoittaman tutkimuksen näkyvyyden lisäämiseksi liikkeeseenlaskijoilla olisi oltava mahdollisuus toimittaa liikkeeseenlaskijan rahoittama tutkimuksensa [eurooppalaista keskitettyä yhteyspistettä koskevan asetusehdotuksen³² 2 artiklan 2 kohdassa] määritellylle asianmukaiselle tiedonkeruuelimelle³³.
- (6) Direktiivillä 2014/65/EU on otettu käyttöön pk-yritysten kasvumarkkinoiden luokka pk-yrityksiin erikoistuneiden markkinoiden näkyvyyden ja profiilin kasvattamiseksi ja pk-yrityksiin erikoistuneiden markkinoiden yhteisten sääntelystandardien kehittämisen edistämiseksi unionissa. Pk-yritysten kasvumarkkinat ovat keskeisessä asemassa helpottaessa näiden pienempien liikkeeseenlaskijoiden pääoman saantia vastaamalla

³¹ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EU) 2021/338, annettu 16 päivänä helmikuuta 2021, direktiivin 2014/65/EU muuttamisesta siltä osin kuin on kyse tiedonantovaatimuksista, tuotehallinnasta ja positiolimiiteistä sekä direktiivien 2013/36/EU ja (EU) 2019/878 muuttamisesta siltä osin kuin on kyse niiden soveltamisesta sijoituspalveluyrityksiin covid-19-kriisistä elpymisen edistämiseksi (EUVL L 68, 26.2.2021, s. 14).

³² Ehdotus asetukseksi [2021/03.78.COD].

³³ Ks. asetusehdotuksen 2 artiklan 2 kohta [2021.78.COD].

juuri niiden tarpeisiin. Tällaisten erikoistuneiden markkinoiden kehityksen edistämiseksi ja monenkeskisten kaupankäyntijärjestelmien ylläpitäjille aiheutuvan organisatorisen taakan rajoittamiseksi on tarpeen sallia, että monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän osa voi hakea rekisteröintiä pk-yritysten kasvumarkkinaksi edellyttäen, että kyseinen osa on selvästi erotettu muusta monenkeskisestä kaupankäyntijärjestelmästä.

- (7) Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivissä 2001/34/EY³⁴ säädetään unionin markkinoille listautumista koskevista säännöistä. Direktiivin tarkoituksena on sovittaa yhteen säännöt, jotka koskevat arvopapereiden ottamista viralliselle pörssilistalle ja kyseisistä arvopapereista julkistettavia tietoja, jotta sijoittajille voidaan tarjota yhdenmukainen suoja unionin tasolla. Lisäksi kyseisessä direktiivissä vahvistetaan unionin ensimarkkinoiden sääntely- ja valvontakehystä koskevat säännöt. Direktiiviä 2001/34/EY on vuosien mittaan muutettu merkittävästi useita kertoja. Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivillä 2003/71/EY³⁵ ja Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivillä 2004/109/EY³⁶ on korvattu suurin osa säännöksistä, joilla yhdenmukaistetaan arvopapereiden viralliselle pörssilistalle ottamista koskeviin hakemuksiin liittyvien tietojen toimittamisen edellytykset ja kaupankäynnin kohteeksi otettuja arvopapereita koskevat tiedot, mikä on tehnyt suuren osan direktiivistä 2001/34/EY tarpeettomaksi. Direktiivissä 2001/34/EY, joka on vähimmäistason yhdenmukaistamisdirektiivi, annetaan jäsenvaltioille melko laaja harkintavalta poiketa direktiivissä säädetyistä säännöistä, mikä on johtanut unionin markkinoiden pirstoutumiseen. Markkinoiden yhdenmukaistamiseksi unionin tasolla ja yhtenäisten sääntöjen luomiseksi direktiivi 2001/34/EY olisi kumottava.
- (8) Direktiivissä 2014/65/EU, kuten myös direktiivissä 2001/34/EY, säädetään rahoitusvälineiden markkinoiden sääntelystä ja vahvistetaan sijoittajansuojaa unionissa. Lisäksi direktiivissä 2014/65/EU vahvistetaan rahoitusvälineiden ottamista kaupankäynnin kohteeksi koskevat säännöt. Laajentamalla direktiivin 2014/65/EU soveltamisala kattamaan direktiivin 2001/34/EY tietyt säännökset varmistetaan, että kaikki direktiivin 2001/34/EY asiaankuuluvat säännökset säilytetään. Toimivaltaiset viranomaiset panevat täytäntöön useita direktiivin 2001/34/EY säännöksiä, mukaan luettuina edelleen sovellettavat yleisön hallussa olevia osakkeita ja markkina-arvoa koskevat vaatimukset. Niitä pidetään tärkeinä sääntöinä, joiden perusteella markkinaosapuolet hakevat osakkeiden ottamista kaupankäynnin kohteeksi unionin säännellyillä markkinoilla. Sen vuoksi kyseiset säännöt on tarpeen siirtää direktiiviin 2014/65/EU, jotta kyseisen direktiivin uudessa säännöksessä vahvistetaan erityiset vähimmäisvaatimukset osakkeiden ottamiselle kaupankäynnin kohteeksi säännellyillä markkinoilla. Kyseisen uuden säännöksen soveltamisen olisi täydennettävä direktiivissä 2014/65/EU säädetyjä rahoitusvälineiden kaupankäynnin kohteeksi ottamista koskevia yleisiä säännöksiä.

³⁴ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2001/34/EY, annettu 28 päivänä toukokuuta 2001, arvopapereiden ottamisesta viralliselle pörssilistalle sekä siihen liittyvästä tiedonantovelvollisuudesta (EYVL L 184, 6.7.2001, s. 1).

³⁵ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2003/71/EY, annettu 4 päivänä marraskuuta 2003, arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettavasta esitteestä ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta (EUVL L 345, 31.12.2003, s. 64).

³⁶ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/109/EY, annettu 15 päivänä joulukuuta 2004, säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopapereiden liikkeeseenlaskijoita koskeviin tietoihin liittyvien avoimuusvaatimusten yhdenmukaistamisesta ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta (EUVL L 390, 31.12.2004, s. 38).

- (9) Jotta lisätään joustavuutta liikkeeseenlaskijoille ja parannetaan unionin pääomamarkkinoiden kilpailukykyä, yleisön hallussa vapaasti vaihdettavissa olevia osakkeita koskeva vähimmäisvaatimus, eli kynnysarvo, jolla varmistetaan markkinoiden riittävä likviditeettitaso, olisi alennettava 10 prosenttiin. Direktiivissä 2001/34/EY säädettyssä yleisön hallussa vapaasti vaihdettavissa olevia osakkeita koskevassa vaatimuksessa, jonka mukaan riittävän määrän osakkeita on oltava yleisöllä yhdessä tai useammassa jäsenvaltiossa, tarkoitetaan yleisöä unionissa ja Euroopan talousalueella (EU/ETA). Yleisön hallussa vapaasti vaihdettavissa olevia osakkeita koskevan vaatimuksen maantieteellistä rajoittamista EU:n/ETA:n alueelle ei olisi säilytettävä, sillä direktiivissä 2014/65/EU ei säädetä tällaisesta rajoituksesta kaupankäynnin kohteeksi otettujen rahoitusvälineiden osalta. Vaatimusta, jonka mukaan yrityksen on julkistettava tai luovutettava viranomaisille tilinpäätöksensä tiettyä ajanjaksona, ei olisi siirrettävä direktiiviin 2014/65/EU, sillä Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2017/1129³⁷ sisältää asiaa koskevan säännöksen. Direktiivissä 2014/65/EU on jo vahvistettu säännökset toimivaltaisten viranomaisten nimeämisestä. Näin ollen direktiivin 2001/34/EY säännökset yhden tai useamman toimivaltaisen viranomaisen nimeämisestä ovat tarpeettomia. Joukkovelkakirjoja koskevaa vaatimusta, jonka mukaan lainan on oltava määrältään vähintään 200 000 euroa, pidetään nykyisten markkinakäytäntöjen vuoksi vanhentuneena.
- (10) Direktiivissä 2001/34/EY säädettyä arvopapereiden ottamista viralliselle pörssilistalle ei enää useinkaan käytetä markkinoiden kehityksen vuoksi, sillä direktiivissä 2014/65/EU säädetään jo rahoitusvälineiden ottamisesta kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla. Käsitteitä ”viralliselle listalle ottaminen” ja ”kaupankäynnin kohteeksi ottaminen säännellyllä markkinalla” käytetään joissakin jäsenvaltioissa usein samassa merkityksessä. Joissakin jäsenvaltioissa näiden kahden käsitteen välille ei siis tehdä eroa. Lisäksi kaupankäynnin kohteeksi ottamisen ja viralliselle listalle ottamisen kaksoisjärjestelmä saattaa aiheuttaa oikeudellista epävarmuutta unionin tasolla erityisesti siksi, että direktiivissä 2003/71/EY, direktiivissä 2004/109/EY ja Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivissä 2014/57/EU³⁸ säädettyjä vaatimuksia ei tällä hetkellä sovelleta viralliselle listalle otettuihin välineisiin mutta niitä sovelletaan säännellyllä markkinalla kaupankäynnin kohteeksi otettuihin välineisiin.
- (11) Listattujen yritysten, erityisesti pk-yritysten, näkyvyyden lisäämiseksi ja listautumisedellytysten mukauttamiseksi siten, että liikkeeseenlaskijoille asetettavia vaatimuksia voidaan parantaa, komissiolle olisi siirrettävä valta hyväksyä Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen 290 artiklan mukaisesti säädösvallan siirron nojalla annettavia delegoituja säädöksiä direktiivin 2014/65/EU muuttamiseksi. Niiden yritysten markkina-arvon kynnysarvoa, joiden osalta kaupankäynnin toteuttamisesta ja tutkimuksesta perittävien maksujen uudelleenyhdistäminen olisi mahdollista, olisi mukautettava, jotta se kattaisi markkina-arvoltaan pienet ja keskisuuret yritykset. Lisäksi olisi luotava kehys sellaisen erityisen tutkimusmuodon kehittämiseksi, jonka liikkeeseenlaskija maksaa. Jotta unionin listautumissääntöjen mukauttaminen olisi tehokasta ja edistäisi kilpailua, siinä olisi myös otettava huomioon markkinakäytäntö.

³⁷ 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).

³⁸ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/57/EU, annettu 16 päivänä huhtikuuta 2014, markkinoiden väärinkäytöstä määrättävistä rikosoikeudellisista seuraamuksista (markkinoiden väärinkäyttödirektiivi) (EUVL L 173, 12.6.2014, s. 179).

On erityisen tärkeää, että komissio asiaa valmistellessaan toteuttaa asianmukaiset kuulemiset, myös asiantuntijatasolla, ja että nämä kuulemiset toteutetaan paremmasta lainsäädännöstä 13 päivänä huhtikuuta 2016 tehdyssä toimielinten välisessä sopimuksessa³⁹ vahvistettujen periaatteiden mukaisesti. Jotta voitaisiin erityisesti varmistaa tasavertainen osallistuminen delegoitujen säädösten valmisteluun, Euroopan parlamentille ja neuvostolle toimitetaan kaikki asiakirjat samaan aikaan kuin jäsenvaltioiden asiantuntijoille ja Euroopan parlamentin ja neuvoston asiantuntijoilla on järjestelmällisesti oikeus osallistua komission asiantuntijaryhmien kokouksiin, joissa valmistellaan delegoituja säädöksiä.

- (12) Direktiiviä 2014/65/EU olisi sen vuoksi muutettava.
- (13) Jäsenvaltiot eivät voi riittävällä tavalla saavuttaa tämän direktiivin tavoitteita eli helpottaa unionin markkina-arvoltaan pienten ja keski suurten yritysten pääsyä pääomamarkkinoille ja lisätä unionin listautumissääntöjen johdonmukaisuutta, vaan ne voidaan tavoiteltujen parannusten ja vaikutusten vuoksi saavuttaa paremmin unionin tasolla, joten unioni voi toteuttaa toimenpiteitä Euroopan unionista tehdyn sopimuksen 5 artiklassa vahvistetun toissijaisuusperiaatteen mukaisesti. Mainitussa artiklassa vahvistetun suhteellisuusperiaatteen mukaisesti tässä direktiivissä ei ylitetä sitä, mikä on tarpeen kyseisten tavoitteiden saavuttamiseksi.

OVAT ANTANEET TÄMÄN DIREKTIIVIN:

1 artikla

Direktiivin 2014/65/EU muuttaminen

Muutetaan direktiivi 2014/65/EU seuraavasti:

- 1) Korvataan 4 artiklan 1 kohdan 12 alakohta seuraavasti:
 - ”12) ’pk-yritysten kasvumarkkinalla’ monenkeskistä kaupankäyntijärjestelmää tai monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän osaa, joka on rekisteröity pk-yritysten kasvumarkkinaksi 33 artiklan mukaisesti;”
- 2) Muutetaan 24 artikla seuraavasti:
 - a) lisätään 3 a – 3 d kohta seuraavasti:
 - ”3 a. Tutkimuksen, jota kolmannet osapuolet toimittavat salkunhoitoa tai muita sijoitus- tai oheispalveluja tarjoaville sijoituspalveluyrityksille, sekä tällaisten yritysten laatiman ja jakaman tutkimuksen on oltava tasapuolista ja selkeää eikä se saa olla harhaanjohtavaa. Tutkimuksen on oltava selvästi tunnistettavissa tutkimukseksi tai vastaavaksi, jos kaikki tutkimukseen sovellettavat edellytykset täyttyvät.
 - 3 b. Jos liikkeeseenlaskija maksaa kokonaan tai osittain tutkimuksen, jota levitetään yleisölle, sijoituspalveluyrityksille tai salkunhoitoa tai muita sijoitus- tai oheispalveluja tarjoavien sijoituspalveluyritysten asiakkaille, tällainen tutkimus on merkittävä ”liikkeeseenlaskijan rahoittamaksi tutkimukseksi” edellyttäen, että se on tuotettu noudattaen jäsenvaltiossa rekisteröidyn markkinoiden ylläpitäjän tai toimivaltaisen viranomaisen laatimia tai hyväksymiä käytäntesääntöjä.

³⁹ EUVL L 123, 12.5.2016, s. 1.

Käytännessäännöissä on vahvistettava riippumattomuutta ja objektiivisuutta koskevat vähimmäisvaatimukset, joita tällaisen tutkimuksen tekijöiden on noudatettava. Markkinoiden ylläpitäjän tai toimivaltaisen viranomaisen on julkaistava käytännessäännöt verkkosivustollaan ja tarkistettava ja hyväksyttävä ne uudelleen kahden vuoden välein.

3 c. Jäsenvaltioiden on varmistettava, että jokainen liikkeeseenlaskija voi toimittaa tämän artiklan 3 b kohdassa tarkoitetun liikkeeseenlaskijan rahoittaman tutkimuksensa [eurooppalaista keskitettyä yhteispistettä koskevan asetusehdotuksen⁴⁰ 2 artiklan 2 kohdassa] määritellylle asianmukaiselle tiedonkeruuelimelle.

3 d. Liikkeeseenlaskijan rahoittamaksi tutkimukseksi merkityn tutkimuksen etusivulla on ilmoitettava selkeästi ja näkyvästi, että se on laadittu käytännessääntöjen mukaisesti. Lisäksi on mainittava kyseiset käytännessäännöt laatineen tai hyväksyneen markkinoiden ylläpitäjän tai toimivaltaisen viranomaisen nimi. Kaikki muu liikkeeseenlaskijan kokonaan tai osittain maksama tutkimusaineisto, jota ei ole tuotettu 3 b kohdassa tarkoitettujen käytännessääntöjen mukaisesti, on merkittävä markkinointiviestinnäksi.”

b) korvataan 9 a kohdan c alakohta seuraavasti:

”c) tutkimus, josta yhdistetyt maksut tai yhteismaksu suoritetaan, koskee liikkeeseenlaskijoita, joiden markkina-arvo tutkimuksen toimittamista edeltäneiden 36 kuukauden aikana oli enintään kymmenen miljardia euroa kalenterivuoden lopun hintatarjousten perusteella niiltä vuosilta, joina kyseiset liikkeeseenlaskijat ovat tai olivat listattuja, tai oman pääoman perusteella niiltä tilikausilta, joina kyseiset liikkeeseenlaskijat eivät ole tai eivät olleet listattuja.”

3) Muutetaan 33 artikla seuraavasti:

a) korvataan 1 ja 2 kohta seuraavasti:

”1. Jäsenvaltioiden on säädettävä, että monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän ylläpitäjä voi hakea kotijäsenvaltionsa toimivaltaiselta viranomaiselta monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän tai sen osan rekisteröintiä pk-yritysten kasvumarkkinaksi.

2. Jäsenvaltioiden on säädettävä, että kotijäsenvaltion toimivaltainen viranomainen voi rekisteröidä monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän tai sen osan pk-yritysten kasvumarkkinaksi, jos toimivaltainen viranomainen vastaanottaa 1 kohdassa tarkoitetun hakemuksen ja katsoo, että 3 kohdan mukaiset vaatimukset täyttyvät monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän osalta tai että 3 a kohdan mukaiset vaatimukset täyttyvät monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän osan osalta.”

b) lisätään 3 a kohta seuraavasti:

”3 a. Jäsenvaltioiden on varmistettava, että monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän asianomaiseen osaan sovelletaan tehokkaita sääntöjä,

⁴⁰ Ehdotus asetukseksi [2021/0378.COD].

järjestelmiä ja menettelyjä, joilla varmistetaan 3 kohdassa tarkoitettujen edellytysten ja kaikkien seuraavien edellytysten täyttyminen:

- a) pk-yritysten kasvumarkkinaksi rekisteröity monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän osa on selvästi erotettu muista monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän ylläpitäjän ylläpitämistä markkinasegmenteistä, mikä ilmenee muun muassa eri nimestä, eri sääntökirjasta, eri markkinointistrategiasta ja erilaisesta mainostamisesta sekä siitä, että pk-yritysten kasvumarkkinaksi rekisteröidylle osalle on annettu erityinen kaupankäyntipaikan koodi;
 - b) pk-yritysten kasvumarkkinaksi rekisteröidyssä osassa toteutetut liiketoimet on erotettu selkeästi monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän muiden osien markkinatoiminnasta;
 - c) monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän kotijäsenvaltion toimivaltaisen viranomaisen pyynnöstä monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän on toimitettava kattava luettelo pk-yritysten kasvumarkkinaksi rekisteröidyssä osassa listatuista välineistä ja kaikki toimivaltaisen viranomaisen pyytämät tiedot pk-yritysten kasvumarkkinaksi rekisteröidyn osan toiminnasta.”
- c) korvataan 4–6 kohta seuraavasti:
- ”4. Edellä 3 ja 3 a kohdassa säädetyt vaatimukset eivät rajoita monenkeskistä kaupankäyntijärjestelmää tai sen osaa ylläpitävän sijoituspalveluyrityksen tai markkinoiden ylläpitäjän velvoitetta noudattaa muita tämän direktiivin mukaisia monenkeskisten kaupankäyntijärjestelmien ylläpitoon liittyviä velvoitteita.
5. Jäsenvaltioiden on säädettävä, että kotijäsenvaltion toimivaltainen viranomainen voi poistaa monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän tai sen osan pk-yritysten kasvumarkkinoiden rekisteristä seuraavissa tapauksissa:
- a) monenkeskistä kaupankäyntijärjestelmää tai sen osaa ylläpitävä sijoituspalveluyritys tai markkinoiden ylläpitäjä hakee sen poistamista rekisteristä;
 - b) edellä olevan 3 tai 3 a kohdan mukaiset vaatimukset eivät enää täyty monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän tai sen osan osalta.
6. Jäsenvaltioiden on edellytettävä, että jos kotijäsenvaltion toimivaltainen viranomainen rekisteröi monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän tai sen osan pk-yritysten kasvumarkkinaksi tai poistaa sen rekisteristä tämän artiklan nojalla, kyseisen viranomaisen on mahdollisimman pian ilmoitettava arvopaperimarkkinaviranomaiselle rekisteröinnistä tai rekisteristä poistamisesta. Arvopaperimarkkinaviranomainen julkaisee verkkosivustollaan luettelon pk-yritysten kasvumarkkinoista ja pitää sen ajan tasalla.”
- d) korvataan 8 kohta seuraavasti:
- ”8. Siirretään komissiolle valta antaa 89 artiklan mukaisesti delegoituja säädöksiä, joilla täydennetään tätä direktiiviä täsmentämällä tämän artiklan 3 ja 3 a kohdassa säädettyjä vaatimuksia. Kyseisissä vaatimuksissa on otettava huomioon tarve ylläpitää korkeatasoista sijoittajansuojaa, jotta voidaan edistää sijoittajien luottamusta kyseisillä markkinoilla, ja samalla minimoida liikkeeseenlaskijoille markkinoilla aiheutuva hallinnollinen taakka. Niissä on

myös otettava huomioon, ettei rekisteristä poistaminen tai rekisteröinnin epäminen johdu ainoastaan tilapäisestä kyvyttömyydestä noudattaen tämän artiklan 3 kohdan a alakohdassa säädettyjä vaatimuksia.”

4) Lisätään 51 a artikla seuraavasti:

”51 a artikla

Osakkeiden kaupankäynnin kohteeksi ottamista koskevat erityiset vaatimukset

1. Jäsenvaltioiden on edellytettävä, että niiden osakkeiden, joiden kaupankäynnin kohteeksi ottamista haetaan, ennustettava markkina-arvo tai, jos tätä ei voida arvioida, yrityksen oman pääoman ja varausten yhteismäärä, mukaan lukien viimeksi päättyneen tilikauden tulos, on vähintään 1 000 000 euroa tai, niissä jäsenvaltioissa, joiden rahayksikkö ei ole euro, vastaava määrä kansallisena valuuttana.
2. Edellä olevaa 1 kohtaa ei kuitenkaan sovelleta sellaisten osakkeiden ottamiseen kaupankäynnin kohteeksi, jotka ovat samanlaisia kuin jo kaupankäynnin kohteeksi otetut osakkeet.
3. Jos markkina-arvo kansallisessa valuutassa ilmaistuna on sen vuoksi, että euron vasta-arvo kansallisessa valuutassa muuttuu, vähintään yhden vuoden ajan ainakin 10 prosenttia enemmän tai vähemmän kuin 1 000 000:aa euroa vastaava arvo, jäsenvaltion on 12 kuukauden kuluessa tämän ajanjakson päättymisestä muutettava lakinsa, asetuksensa ja hallinnolliset määräyksensä 1 kohdan mukaisiksi.
4. Jäsenvaltioiden on edellytettävä, että säännellyt markkinat varmistavat, että kaupankäynnin kohteeksi ottamista koskevassa hakemuksessa tarkoitettuja osakkeita on yleisön hallussa vähintään 10 prosenttia siitä merkitystä pääomasta, jota kyseinen osakelaji edustaa.
5. Jos yleisön hallussa olevien osakkeiden osuus on alle 10 prosenttia merkitystä pääomasta, jäsenvaltioiden on varmistettava, että säännellyt markkinat edellyttävät, että yleisölle jaetaan riittävä määrä osakkeita 4 kohdassa säädetyn vaatimuksen täyttämiseksi.
6. Jos haetaan sellaisten osakkeiden kaupankäynnin kohteeksi ottamista, jotka ovat samanlaisia kuin jo kaupankäynnin kohteeksi otetut osakkeet, säänneltyjen markkinoiden on 4 kohdassa säädetyn vaatimuksen täyttämiseksi arvioitava, onko yleisölle jaettu riittävä määrä osakkeita suhteessa kaikkiin liikkeeseen laskettuihin osakkeisiin eikä ainoastaan suhteessa niihin osakkeisiin, jotka ovat samanlaisia kuin jo kaupankäynnin kohteeksi otetut osakkeet.
7. Siirretään komissiolle valta antaa 89 artiklan mukaisesti delegoituja säädöksiä, joilla muutetaan tätä direktiiviä siten, että muutetaan 1 ja 3 kohdassa tarkoitettua kynnysarvoa tai 4 ja 5 kohdassa tarkoitettua kynnysarvoa tai molempia, jos sovellettavat kynnysarvot haittaavat julkisten markkinoiden likviditeettiä rahoitusmarkkinoiden kehitys huomioon ottaen.”

5) Muutetaan 89 artikla seuraavasti:

a) korvataan 2 ja 3 kohta seuraavasti:

”2. Siirretään komissiolle määräämättömäksi ajaksi 2 artiklan 3 ja 4 kohdassa, 4 artiklan 1 kohdan 2 alakohdan toisessa alakohdassa ja 2 kohdassa, 13 artiklan 1 kohdassa, 16 artiklan 12 kohdassa, 23 artiklan 4 kohdassa, 24

artiklan 13 kohdassa, 25 artiklan 8 kohdassa, 27 artiklan 9 kohdassa, 28 artiklan 3 kohdassa, 30 artiklan 5 kohdassa, 31 artiklan 4 kohdassa, 32 artiklan 4 kohdassa, 33 artiklan 8 kohdassa, 51 a artiklan 7 kohdassa, 52 artiklan 4 kohdassa, 54 artiklan 4 kohdassa, 58 artiklan 6 kohdassa, 64 artiklan 7 kohdassa, 65 artiklan 7 kohdassa ja 79 artiklan 8 kohdassa tarkoitettu valta antaa delegoituja säädöksiä.

3. Euroopan parlamentti tai neuvosto voi milloin tahansa peruuttaa 2 artiklan 3 ja 4 kohdassa, 4 artiklan 1 kohdan 2 alakohdan toisessa alakohdassa ja 2 kohdassa, 13 artiklan 1 kohdassa, 16 artiklan 12 kohdassa, 23 artiklan 4 kohdassa, 24 artiklan 13 kohdassa, 25 artiklan 8 kohdassa, 27 artiklan 9 kohdassa, 28 artiklan 3 kohdassa, 30 artiklan 5 kohdassa, 31 artiklan 4 kohdassa, 32 artiklan 4 kohdassa, 33 artiklan 8 kohdassa, 51 a artiklan 7 kohdassa, 52 artiklan 4 kohdassa, 54 artiklan 4 kohdassa, 58 artiklan 6 kohdassa, 64 artiklan 7 kohdassa, 65 artiklan 7 kohdassa ja 79 artiklan 8 kohdassa tarkoitetun säädösvallan siirron. Peruuttamispäätöksellä lopetetaan tuossa päätöksessä mainittu säädösvallan siirto. Peruuttaminen tulee voimaan sitä päivää seuraavana päivänä, jona sitä koskeva päätös julkaistaan *Euroopan unionin virallisessa lehdessä*, tai jonakin myöhempänä, kyseisessä päätöksessä mainittuna päivänä. Peruuttamispäätös ei vaikuta jo voimassa olevien delegoitujen säädösten pätevyYTEEN.”

b) korvataan 5 kohta seuraavasti:

”5. Edellä olevien 2 artiklan 3 ja 4 kohdan, 4 artiklan 1 kohdan 2 alakohdan toisen alakohdan ja 2 kohdan, 13 artiklan 1 kohdan, 16 artiklan 12 kohdan, 23 artiklan 4 kohdan, 24 artiklan 13 kohdan, 25 artiklan 8 kohdan, 27 artiklan 9 kohdan, 28 artiklan 3 kohdan, 30 artiklan 5 kohdan, 31 artiklan 4 kohdan, 32 artiklan 4 kohdan, 33 artiklan 8 kohdan, 51 a artiklan 7 kohdan, 52 artiklan 4 kohdan, 54 artiklan 4 kohdan, 58 artiklan 6 kohdan, 64 artiklan 7 kohdan, 65 artiklan 7 kohdan tai 79 artiklan 8 kohdan nojalla annettu delegoitu säädös tulee voimaan ainoastaan, jos Euroopan parlamentti tai neuvosto ei ole kolmen kuukauden kuluessa siitä, kun asianomainen säädös on annettu tiedoksi Euroopan parlamentille ja neuvostolle, ilmaissut vastustavansa sitä tai jos sekä Euroopan parlamentti että neuvosto ovat ennen mainitun määräajan päättymistä ilmoittaneet komissiolle, että ne eivät vastusta säädöstä. Euroopan parlamentin tai neuvoston aloitteesta tätä määräaikaa jatketaan kolmella kuukaudella.”

2 artikla

Direktiivin 2001/34/EY kumoaminen

Kumotaan direktiivi 2001/34/EY [...] päivänä [...]kuuta [...] [julkaisutoimisto lisää päivämäärän, joka on 24 kuukautta tämän direktiivin voimaantulopäivästä].

3 artikla

Saattaminen osaksi kansallista lainsäädäntöä

1. Jäsenvaltioiden on annettava ja julkaistava tämän direktiivin noudattamisen edellyttämät lait, asetukset ja hallinnolliset määräykset viimeistään [...] päivänä [...]kuuta [...] [julkaisutoimisto lisää päivämäärän, joka on 12 kuukautta tämän direktiivin

voimaantulopäivästä]. Niiden on viipymättä toimitettava nämä säännökset kirjallisina komissiolle.

Niiden on sovellettava näitä säännöksiä [...] päivästä [...]kuuta [...] [julkaisutoimisto lisää päivämäärän, joka on 18 kuukautta tämän direktiivin voimaantulosta].

Näissä jäsenvaltioiden antamissa säännöksissä on viitattava tähän direktiiviin tai niihin on liitettävä tällainen viittaus, kun ne julkaistaan virallisesti. Jäsenvaltioiden on säädettävä siitä, miten viittaukset tehdään.

2. Jäsenvaltioiden on toimitettava tässä direktiivissä säännellyistä kysymyksistä antamansa keskeiset kansalliset säännökset kirjallisina komissiolle.

4 artikla

Voimaantulo

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

5 artikla

Osoitus

Tämä direktiivi on osoitettu kaikille jäsenvaltioille.

Tehty Brysselissä

Euroopan parlamentin puolesta
Puhemies

Neuvoston puolesta
Puheenjohtaja