

Valtiovarainministeriö
RMO

PERUSMUISTIO
1.4.2015

VM2015-xxxxx

Asia

Komission vihreä kirja pääomamarkkinaunionista

Käsittelyvaihe ja jatkokäsittelyn aikataulu

Pääomien vapaa liikkuvuus on keskeinen osa EU:n sisämarkkinoita. Komission puheenjohtaja Juncker esitti heinäkuussa 2014 aloitteen kaikkia jäsenvaltioita koskevan pääomamarkkinaunionin kehittämiseksi. Pääomamarkkinaunionin tavoitteena on nykyisten eurooppalaisten rahoitusmarkkinoiden monipuolistaminen. Komissio antoi 18.2.2015 vihreän kirjan pääomamarkkinaunionin muodostamisesta. Vihreä kirja on jatkoa komission aikaisemmalle tiedonannolle Euroopan talouden pitkäaikaisesta rahoituksesta (KOM(2013) 150). Komission tavoitteena on luoda yhtenäinen pääomamarkkinaunioni vuoteen 2019 mennessä.

Vihreä kirja sisältää julkisen kuulemisen 13.5.2015 mennessä. Vihreän kirjan tavoitteena on selvittää näkemyksiä toimien tarkemmaksi kohdentamiseksi. Komission syksyllä 2015 annettavassa toimintasuunnitelmassa eriteltäneen, mitä lainsäädäntö- ja muita toimenpide-ehdotuksia se ennakoii annettaviksi lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä. Vihreään kirjaan liittyy myös erilliset kuulemisasiakirjat arvopaperistamisesta sekä esitedirektiivin muutoksesta. Näissäkin kuuleminen päättyy 13.5.2015. Valtiovarainministeriö vastaa kuulemisiin.

Pääomamarkkinaunionin tavoitteiden edistäminen edellyttää sekä EU-tasolla että kansallisella tasolla toteutettavia toimia. Tässä muistiossa keskitytään niihin toimiin, joiden toteuttaminen EU-tasolla olisi Suomen tavoitteiden näkökulmasta perusteltua.

Suomen kanta

Pääomamarkkinaunionin keskeisinä tavoitteina tulee olla yritysten, erityisesti pienten ja keskisuurten yritysten oman ja vieraan pääoman hankinnan sekä listautumisten edistäminen, pääomamarkkinoiden monipuolistaminen ja likviditeetin parantaminen EU:n pääomamarkkinoiden syventämisen kautta. Tämä mahdollistaisi pääomien ohjautumisen tehokkaammin tuottaviin kohteisiin ja liiketoiminnan kustannusten pienenemisen. Pääomamarkkinoiden roolin kasvattaminen pankkisektorin rinnalla tekisi EU:n rahoitusjärjestelmästä vakaamman ja edistäisi täten myös talous- ja rahaliiton toimivuutta.

Unionin laajuisten pääomamarkkinoiden luominen edellyttää sen esteenä olevien rakenteiden huolellista arvioimista. Jos erot kansallisessa sääntelyssä estävät pääomien liikkuvuutta, tulee lainsäädännön harmonisoimista harkita. Tarpeeton ja liian tiukka sääntely voi kuitenkin myös muodostaa esteen tavoitteiden toteutumiselle ja lisätä turhaa hallinnollista taakkaa. Sääntely voi estää paikallisen markkinaehtoisen, pienimuotoisen toiminnan syntymistä ja kehittymistä.

Pääomamarkkinaunionin kehittämisen tulee pohjautua huolellisiin kilpailukyky- ja vaikutusarviointeihin niin, että samalla arvioidaan myös sellaisten sääntelylle vaihtoehtoisten, kevyempien toimien riittävyttä, joiden avulla on mahdollista huomioda myös jäsenvaltioiden kansallisten markkinoiden toisistaan poikkeavat ominaispiirteet. Sääntelyn harmonisoinnin sijaan eri jäsenvaltioissa tehtävillä ratkaisulla voidaan mahdollistaa laajempi pääsy kansallisille markkinoille. EU-tason toimilla voidaan esimerkiksi tehostaa rajat ylittävää tietojen saatavuutta ja viranomaisten yhteistyötä sekä

antaa suosituksia toimintamalleiksi, joita markkinatoimijat voivat ottaa käyttöönsä. Yhtenä vaihtoehtona voidaan harkita myös rahoitusmarkkinoilla toimivien osapuolten valittavissa olevia opt-in sääntelymalleja (ns. 29. regiimi) tai vapaaehtoisen toimialan laatiman standardoinnin käyttöä.

Varhaisen toiminnan painopisteet (1-4 kysymykset)

Vihreässä kirjassa esitetyt painopisteet ovat perusteltuja. Esitesääntelyn kehittäminen on pääomamarkkinaunionin tavoitteiden kannalta tärkeä kysymys. Sen muuttamista tulisi harkita niin, että esitepoikkeukset koskisivat aiempaa laajemmin listayhtiöitä sekä pienimpiä arvopaperitarjouksia. UCITS –rahastojen sijoitusrajoituksia ELTIF-rahastoihin tulisi tarkistaa joustavammiksi ja vaihtoehtorahastojen päällekkäistä raportointia keventää.

Vihreässä kirjassa esitettyjen painopistealueiden lisäksi esimerkiksi yritystoimintaa, yritysrahoitusta, yritystieto- ja luottotietotoimintaa ja verkkokauppaa sekä pk-yritysten, kuluttajien, sopimus-kumppaneiden ja viranomaisten tietojensaantia olisi mahdollista kehittää edistämällä yritystietojen saatavuutta jäsenvaltioiden välillä. Tähän voidaan vaikuttaa kiirehtimällä kansallisten yhtiörekistereiden yhteenlinkittämisen toteutusta ja tämän jälkeen kehittämällä tiedonvaihtoa ja tietojen saatavuutta edelleen. Yhteenlinkittämisen ohella voidaan selvittää yhtenäisen yritystunnisteen kehittämistä EU-alueelle.

Pääomamarkkinoiden kehittämis- ja yhdentymistoimet

Rahoituksen saannin parantaminen (5-9 kysymykset)

Suppealle sijoittajaryhmälle suunnatut pk-yritysten omistajapohjan laajentamiset (nk. *private placement*) toimivat tehokkaimmin niihin erikoistuneiden toimijoiden kautta. Yritysten näkyvyys ja verkostoituminen on pääoman kanavoitumisen kannalta keskeistä. On hyödyllistä, jos kyseiseen oman pääoman ehtoiseen rahoitukseen olisi saatavilla standardoituja asiakirja- ja menettelytapamalleja, jotta myös pieniä sijoituksia kannattaisi järjestää. Tämä tapahtuu kuitenkin tehokkaimmin ilman sääntelyä, vapaaehtoisuuteen perustuen, ja toimialan oman aloitteellisuuden kautta.

Uudelle EU:n tilinpäätössääntelylle ei ole suoranaista tarvetta, ja sen käyttöönoton ja noudattamisen aiheuttamat kulut olisivat todennäköisesti suhteettoman suuret suhteessa mahdolliseen hyötyyn.

Voimassa olevan EU-lainsäädännön puitteissa jäsenvaltioilla on mahdollisuus selkeyttää vaihtoehtoisia rahoituskanavia, ml. joukkorahoitusta koskevaa kansallista sääntelyä, kunkin jäsenvaltion eri vaihtoehtoisille rahoitusmuodoille asettamien tavoitteiden mukaisesti, kulloinkin tarkastelun kohteena olevan toimialan erityispiirteet huomioon ottaen. Komission ja eurooppalaisten valvontaviranomaisten (Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen ESMA ja Euroopan pankkiviranomainen EBA) tulisi edistää EU-sääntelyn yhtenäistä tulkintaa. Vaihtoehtoiset rahoitusmuodot perustuvat tyypillisesti sähköisiin, usein Internet-pohjaisiin, jakelukanaviin ja ovat rajat ylittäviä. Sisämarkkinoiden toimivuuden tehostaminen näyttäisi ajan myötä edellyttävän toimialalle selkeää EU-sääntelyyn pohjautuvaa lainsäädäntökehystä tai vaihtoehtoisesti yhtenäistä eurooppalaisten valvontaviranomaisten luomaa tulkintaa, jota jäsenvaltioiden markkinavalvojat sitoutuvat noudattamaan.

Rahoituksen tarjonnan kehittäminen ja monipuolistaminen (10–16 kysymykset)

Eurooppalaisia rahastoja koskevan sääntelyn toimivuutta tulisi arvioida ja sen keventämistä harkita esimerkiksi luopumalla päällekkäisistä toimilupia (UCITS/AIFM) ja rekisteröintejä

(AIFM/EuVECA tai EuSEF) koskevista vaatimuksista. Rahastoja koskevia menettelyjä tulisi keventää kehittämällä nykyistä notifikaatioprosessia kohti ESMA:lle annettavaa ilmoitusmenettelyä nykyisen kansallisten viranomaisten tiedonvaihtomenettelyn sijaan. Samalla tiukasti säännellyn toiminnan ohella tulee säilyttää kevyempi sääntelymalli esimerkiksi koskien pääomavaatimuksia (EuVECA/EuSEF-rahastot).

Institutionaalisten sijoittajien, kuten luottolaitosten, sijoituspalveluyritysten, rahastoyhtiöiden, vakuutusyhtiöiden ja eläkerahastojen, mahdollisuuksia osallistua nykyistä enemmän yritysten rahoittamiseen tulee edistää. Uuden CRD IV ja Solvenssi II -sääntelyn tarkoituksena on luoda luottolaitoksille ja vakuutusyrityksille yhtenäiset, yhtiöiden riskit nykyistä paremmin huomioivat vakavaraisuusvaatimukset EU:ssa sekä yhtenäiset periaatteet pankki- ja vakuutusvalvonnalle. Tavoitteena on suojata tallettajia, vakuutuksenottajia ja edunsaajia entistä tehokkaammin. Yritysrahoitusta tulee pyrkiä edistämään ensisijaisesti muilla keinoilla kuin muuttamalla rahoitusmarkkinoiden vakauteen ja eläkejärjestelmien kestävyys- ja takaamiseen liittyviä sääntöjä. Uuden sääntelyn vaikutuksia tulee arvioida ennen mahdollisia lisätoimia.

Julkisella riskipääomarahoituksella voi olla merkitystä, koska alueviranomaiset ovat merkittäviä riskipääoman rahoittajia useissa jäsenvaltioissa. Yksinomaan julkisen rahoituksen laajentamiseen tulee kuitenkin suhtautua kielteisesti, sillä se syrjäyttää yksityistä rahoitusta. Julkinen rahoitus voi toimia vähemmistö-sijoittajana samoin ehdoin kuin yksityinen pääoma, jolloin yksityinen ja julkinen rahoitus voivat markkinaehtoisesti kohdentua kaikkein kannattavimpiin kohteisiin. Sellaisten jäsenvaltioiden markkinoilla, joissa riskipääomasijoitusrahastojen on vaikea saavuttaa riittävää laajuutta sijoitusriskiensä hajauttamiseen, tulisi pyrkiä purkamaan markkinoiden hajanaisuudesta ja suurista kustannuksista aiheutuvia esteitä ensisijaisesti omaksumalla parhaita käytäntöjä hyvin toimivilta markkinoilta.

Eläkevakuutusjärjestelmien yhdenmukaistamisella voidaan edistää yhtenäistä eläkemarkkinaa. Yksityishenkilöille tarjottavien eläkesäästämistuotteiden sääntelyn yksinkertaistaminen on sinänsä kannatettava tavoite. Standardoidun eläketuotteen luominen johtaisi kuitenkin todennäköisesti sääntelyn kasvuun ja monimutkaistumiseen, ja edellyttäisi ainakin osittain vakuutussopimusoikeuden ja mahdollisesti myös verokohtelun harmonisointia. Ensisijaisesti tulisi arvioida jo toteutettujen lainsäädäntömuutosten vaikutuksia, sillä niiden tavoitteena on nimenomaisesti parantaa ja standardoida yksityishenkilöille eläkesäästämiseen tarkoitettuja tuotteita annettavan tiedon riittävyyttä ja ymmärrettävyyttä. Jatkotoimet tulevat harkittavaksi vasta kun näiden toimien riittävyydestä on kokemusta.

Yksityissijoittamisen edistäminen (17-20 kysymykset)

Yksityissijoittajien suojasta huolehtiminen on keskeisen tärkeää yksityissijoittamisen edistämiseksi. Tämän varmistamiseksi eurooppalaisten valvontaviranomaisten rooli sijoittajavalistuksessa ja puolueettoman tiedon antamisessa erilaisista vähittäissijoittajille tarjottavista tuotteista voisi olla merkittävä. Suomi katsoo, että olisi hyödyllistä selvittää, miten tuotetarjontaa (erityisesti rahasto- ja joukkovelkakirjatuotteet) voitaisiin lisätä läpinäkyvien markkinapaikkojen ja riippumattomien jake-lukanavien lisäämisellä ja kehittämällä *non-complex* -tuotteita (kuten indeksiosuusrahastot). Tuoteharmonisointi edistäisi sijoittajan mahdollisuuksia tuntea myös ulkomaiset sijoituskohteet riittävällä tasolla. Lisäksi esimerkiksi esitesääntelyä tulisi kehittää sijoittajan kannalta toimivammaksi.

Eurooppalaisten valvontaviranomaisten säädösvalmistelussa on turvattava eri intressiryhmien tasapaino niin, että kuluttajien ja sijoittajien etujärjestöjä kuullaan riittävästi valmistelun aikana ja ne

ovat myös edustettuina valvontaviranomaisten eri työryhmissä. Eurooppalaisten valvontaviranomaisten roolia yhtenäisen valvontakulttuurin ja –käytäntöjen luomisessa eri jäsenvaltioissa on korostettava. Yksityissijoittajien riittävää suojaa kyetään tehokkaimmin edistämään säännösten noudattamisen tehokkaalla valvonnalla.

Rahoitusmarkkinoita kohtaan tunnetun luottamuksen parantaminen EU-kansalaisten keskuudessa riippuu olennaisesti oikeusjärjestelmien toimivuudesta sijoittajien ja loppuasiakkaiden etujen suojaamiseksi. Sijoittajien ja kuluttajien luottamuksen vahvistaminen edellyttää ennaltaehkäisevien toimenpiteiden ohella myös riittäviä jälkikäteisiä oikeussuojakeinoja. Suomi katsoo, että komission yhteisistä kollektiivisista oikeussuojakeinoista kesäkuussa 2013 antaman suosituksen riittävyttä sijoittajien kollektiivisten oikeussuojakeinojen yhdenmukaistamiseksi ja tehostamiseksi EU:ssa tulisi selvittää ja arvioida.

Kansainvälisten investointien houkuttelevuus (21-22)

EU:n kansainvälistä kilpailukykyä ja houkuttelevuutta investointikohteena voidaan lisätä mm. tarkastelemalla yhdessä jäsenvaltioiden WTO-varauma, kansainvälisiä kilpailukykyvertailuja sekä EU-US -dialogia. EU:n yritysten pääsyä sijoittajien luo ja pääomamarkkinoille kolmansissa maissa voidaan edistää joustavammilla sijoitussäännöksillä (EuVECA, EuSEF, ELTIF). EU:ssa sijaitsevien yritysten mahdollisuuksia saada sijoituksia kolmansista maista voidaan tukea saattamalla kolmansia maita koskevat sijoitussäännökset voimaan (AIFMD).

Sijoittajien markkinoille pääsyn lisäksi tulee varmistaa myös vahva sijoittajansuoja tätä koskevien sopimusten kautta, joilla taataan tarvittaessa tehokas, läpinäkyvä ja puolueeton riitojenratkaisu sijoittajan ja hallituksen välillä. EU on tällä hetkellä neuvottelemassa useita vapaakauppasopimuksia, joihin sisältyy määräykset sijoittajansuojasta. Näiden tulee taata nykyisin EU-oikeuteen ja kansalliseen oikeuteen sisältyvää sijoittajansuojaa vastaava suojan taso. Jäsenvaltioiden tekemien sijoittajansuojaa koskevien sopimusten soveltaminen tulee varmistaa siihen saakka kunnes ne on korvattu EU-sopimuksilla.

Markkinoiden tehostaminen – välittäjät, infrastruktuurit ja laajempi oikeudellinen kehys (23-32)

Viime vuosina eurooppalaisten valvontaviranomaisten (ESA) toiminta on keskittynyt sääntelyn valmisteluun. Suomen näkemyksen mukaan ESA:n toimivaltuudet vastaavat niille annettuja tehtäviä. Eri jäsenmaiden erilaiset valvontakulttuurit luovat kuitenkin esteitä pääomamarkkinaunionin toiminnalle. Suomi pitää yhtenäisen valvontakulttuurin ja –käytäntöjen syntymistä erittäin tärkeänä. Suomi on valmis harkitsemaan laajempaa valvonnan keskittämistä osana pääomamarkkinaunionin tavoitteiden toteuttamista tilanteissa, joissa se on tarkoituksenmukaista, ja joissa valvonnan kohteena olevien toimijoiden toimintaan liittyy systeemiriskejä tai niillä on ulkonaisvaikutuksia. Tällaisia saattavat olla tilanteet, joissa eurooppalaisia markkinaosapuolia on vähän (luottoluokituslaitokset, keskusvastapuolet, arvopaperikeskukset). Sen sijaan tilanteissa, joissa toimijoita on kansallisella tasolla paljon tai ne ovat kooltaan pieniä, valvonnan keskittäminen tuskin on tarkoituksenmukaista. Tehokas valvonta saattaa edellyttää myös ESA:n valvontavaltuuksien vahvistamista ylikansallisina valvontaviranomaisina. Toisaalta Solvenssi II –sääntely yhtenäistää vakuutusyhtiöiden valvontaa, eikä uudesta valvontakehikosta ole vielä kokemusta, jonka nojalla toimivaltuuksien riittävyttä olisi mahdollista arvioida.

Suomi kiinnittää huomiota alemmantasoisien sääntelyn määrän jatkuvaan kasvuun ja korostaa, että toimielinten tulee varmistaa, että merkitykseltään tärkeät asiat päätetään jatkossakin neuvostossa, eikä niitä tule delegoida ESA:lle.

Arvopaperioikeuden keskeisten sääntöjen, kuten lainvalintasääntöjen ja arvopaperitilin tilinhaltijan oikeuksien, harmonisointi on perusteltua pääomamarkkinaunionin tavoitteiden kannalta. Suomi pitää tärkeänä, että Unidroit:n ja Haagin puitteissa jo tehtyä työtä arvopaperioikeuden harmonisointiseksi hyödynnettäisiin mahdollisimman paljon. Geneven arvopapereita koskevassa yleissopimuksessa on omaksuttu perusteltuja ratkaisuja, jotka tulisi ottaa myös EU-oikeudellisen sääntelyn pohjaksi. Lainvalintasääntöjen tulee olla yhteensopivia EU-oikeudessa nykyisinkin noudatettavan PRIMA-säännön kanssa. Lisäksi harmonisoinnissa tulee huomioida tasapuolisesti jäsenvaltioissa käytössä olevat erilaiset arvopaperien säilytysjärjestelmät.

Suomi suhtautuu komission arvopaperistamista koskeviin yleistavoitteisiin sekä korkealaatuisen saatavamassan luomiseen myönteisesti. Suomi pitää tärkeänä, että pankkien vakavaraisuussääntely säilyy riittävällä tasolla ja korostaa, että riskipainotetun vakavaraisuussääntelyn tulee heijastaa pankkien saatavien todellista riskiä.

Suomi tukee vakuuksien käyttöä koskevan EU-sääntelyn toimivuuden ja kehittämistarpeiden arvioimista.

Yhtiöoikeuden alalla EU-sääntelyn kehittäminen on ollut hidasta ja tulokset tähän asti vähäisiä. EU-tasolla tulisi pyrkiä EU-lainsäädännön hyväksymisen rinnalla jakamaan parhaita kansallisia käytäntöjä. Pääomamarkkinoiden esteitä voitaisiin purkaa lainsäädäntökeinoin antamalla esimerkiksi kotipaikan siirtoa koskeva direktiivi sekä kehittämällä rajatylittäviä sulautumisia koskevaa direktiiviä.

EU:n maksukyvyttömyysasetusta on juuri uudistettu pyrkimyksenä kehittää sen käyttöä rajat ylittävissä tilanteissa. Sen toimivuudesta ei ole vielä kokemuksia. Maksukyvyttömyyslainsäädännön alalla komissio on antanut vuonna 2014 myös suosituksen uudesta lähestymistavasta liiketoiminnan epäonnistumiseen ja yritysten maksukyvyttömyyteen (C(2014) 1500 final), jonka soveltaminen on parhaillaan arvioitavana. Mahdollisia pullonkauloja yritysrahoituksen näkökulmasta tulisi arvioida huolellisesti. Jos selkeitä esteitä on, nykyisen sääntelyn kehittämistä voidaan harkita osana SEUT 81 artiklalle nojautuvaa yhteistyötä oikeudellisissa asioissa, joilla on rajatylittäviä vaikutuksia.

Tuloverotus kuuluu ensisijaisesti jäsenvaltioiden yksinomaiseen toimivaltaan, jota käyttäessään niiden on kuitenkin noudatettava perussopimusten määräyksiä. Välittömän verotuksen kannalta merkitystä on erityisesti sijoittautumisvapautta, pääomien vapaata liikkuvuutta ja valtiontuen kieltoa koskevilla määräyksillä. Tuloverotusta koskevat järjestelmät eroavat eri jäsenvaltiossa toisistaan, mikä voi haitata yhteisten pääomamarkkinoiden kehitystä. Verokohtelun erilaisuus liittyy osin myös siihen, että pääomainstrumenttien oikeudelliset muodot poikkeavat eri jäsenvaltioissa toisistaan. Verokohtelun eroilla eri jäsenvaltioiden välillä voi olla taloudellisia edellytyksiä merkittävämpi vaikutus pääomamarkkinoiden toimintaan ja markkinaosapuolien sijoittautumispäätöksiin, mikä voi johtaa markkinoiden vääristymiin. Eri jäsenvaltioiden oikeus- ja verojärjestelmien yhteensopivuuden lisäämistä pääomamarkkinoilla voidaankin pitää kannatettavana tavoitteena. Siltä osin kuin nämä vääristymät johtuvat eläke- ja henkivakuutuksien syrjivistä säännöksistä, Suomi tukee komission työtä niitä koskevissa rikkomusmenettelyissä. Suomi tukee myös komission aloitteita koskien sitä, että lähdeveroa perittäessä verosopimuksen alennettu lähdeverokanta annettaisiin tulon lähteellä eikä hakemusmenettelyn kautta. Tältä osin näiden aloitteiden tulee olla yhdenmukaisia Taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestön OECD:n TRACE-mallin kanssa.

Erilaisten rahoitusmuotojen erilainen kohtelu voi johtua jäsenvaltioiden erilaisten verosäännösten lisäksi myös siitä, että samaa sijoitusta käsitellään sijoituksen ehtojen perusteella yhdessä valtiossa omana pääomana ja toisessa valtiossa vieraana pääomana. Tällaisten ns. hybridirahoitusmuotojen verokohtelua käsitellään parhaillaan OECD:n BEPS-hankkeessa (*Addressing Base Erosion and Profit Shifting*). Käsittely päättyy tältä osin syyskuussa 2015 ja sen tavoitteena on yhtenäistää mm. hybridirahoitusmuotojen verokohtelua kansainvälisissä tilanteissa. EU:ssa hyväksyttiin vuonna 2014 emo-tytäryhtiödirektiivin muutos, jolla yhtenäistettiin hybridirahoitusinstrumenttien perusteella maksetun tuoton verokohtelua EU-alueella. Suomi on tukenut näitä uudistuksia.

Koska markkinapaikoilla kaupankäynnin kohteena olevat siirtokelpoiset arvopaperit ovat dematerialisoituja arvo-osuuksia, yhteisten markkinoiden tehokkuuden varmistamiseksi on tärkeää, että kaikki järjestelmät koko pääomamarkkinaunionin alueella käyttävät samoja yhteisiä sähköisiä toimintamalleja, teknisiä standardeja ja prosesseja.

Pääasiallinen sisältö

Komissio pyrkii aloitteellaan monipuolistamaan pankkikeskeistä rahoitusjärjestelmää sekä edistämään talouden kasvua monipuolistamalla rahoitusvaihtoehtoja, kohdentamalla pääomia nykyistä tehokkaammin sekä edistämällä markkinoiden toimivuutta. Komissio korostaa kysymyksessä olevan pitkän aikavälin hankkeen ja kehottaa jäsenvaltioita selvittämään kansallisessa lainsäädännössä ilmeneviä esteitä sekä muita haitallisia käytäntöjä ja mahdollisia keinoja niiden voittamiseksi. Markkinalähtöisten ratkaisujen lisäksi harkittavaksi tulevat lainsäädäntökeinot, kilpailuvalvonta sekä maakohtaiset suositukset.

Varhaisen toiminnan painopisteet (kysymykset 1-4)

Komissio nimeää vihreässä kirjassa EU-tason toimien lähiajan painopistealueiksi esitteitä koskevan sääntelyn uudelleentarkastelun, pk-yritysten sijoittajapohjan laajentamisen, korkealaatuisen arvopaperistamismallin kehittämisen, pitkäaikaisten investointien edistämisen EU:ssa sekä Euroopan suunnattujen antien markkinoiden kehittämisen. Näiden alueiden kehittämisen tarve on komission mukaan tunnustettu laajalti ja niillä on mahdollista saada nopeasti myönteisiä tuloksia.

Pääomamarkkinoiden kehittämis- ja yhdentymistoimet

Komissio korostaa, että täysin yhdentyneiden pääomamarkkinoiden hyötyjen saavuttaminen edellyttää pk-yritysten infrastruktuuri- ja muihin investointihankkeiden rahoitusmahdollisuuksien parantamista, rahoituslähteiden lisäämistä ja monipuolistamista sekä markkinoiden toiminnan parantamista ja tehostamista.

Rahoituksen saannin parantaminen (kysymykset 5-9)

Komissio käsittelee rahoituksen saannin haasteiden lisäksi tiedonkulun ongelmia ja näiden ratkaisemista, standardointia markkinoiden käynnistämismekanismien sekä vaihtoehtoisten rahoituskeinojen kehittämisen mahdollistamista. Komissio tiedustelee erityisesti, miten joukkovelkakirjamarkkinoiden likviditeettiä voitaisiin edistää, tulisiko EU:n kehittää uusi yhteinen tilinpäätösstandardi, miten joukkorahoituksen ja vertaislainojen kauppapaikkojen kehittämistä voitaisiin edistää ja millä muilla toimilla voitaisiin edistää rahoituksen saantia ja kanavointia.

Rahoituksen tarjonnan kehittäminen ja monipuolistaminen

Komissio korostaa, että pääomamarkkinoiden on menestyäkseen houkuteltava erityisesti yhteisö-, yksityis- ja kansainvälisiä sijoittajia.

Institutionaalisen sijoittamisen edistämisen (kysymykset 10–16) osalta komissio pyrkii selvittämään erityisesti tarjontaan ja institutionaalisten sijoittajien roolin kehittämiseen liittyviä keinoja ja toimenpiteitä. Yksityissijoittamisen edistämisen (kysymykset 17–20) osalta komissio tiedustelee erityisesti, miten yksityisten sijoituksia ja yksityissijoittajien rajatylittävää osallistumista yhteissijoitusyrityksiin voitaisiin lisätä, ja millä keinoilla kuluttajien ja sijoittajien suojele voidaan varmistaa. Kansainvälisten investointien houkuttelemisen (kysymykset 21–22) kohdalla komissio tiedustelee erityisesti, millä toimenpiteillä EU:n markkinoille voitaisiin houkutella enemmän kansainvälisiä sijoittajia.

Markkinoiden tehostaminen – välittäjät, infrastruktuurit ja laajempi oikeudellinen kehys (kysymykset 23–32)

Komissio tiedustelee erityisesti, tulisiko yhteistä sääntökirjaa täydentää tai eurooppalaisten valvontaviranomaisten valtuuksia vahvistaa, voidaanko arvopaperien omistusta, yhtiöoikeutta tai maksukyvyttömyyttä koskevia sääntöjä kehittää, miten vakuuksien rajatylittävää liikkuvuutta voitaisiin parantaa, mitä verotukseen liittyviä esteitä on olemassa ja miten niitä tulisi käsitellä sekä miten EU voi parhaiten tukea markkinoiden kehittämistä uusia teknologisia ratkaisuja ja liiketoimintamalleja.

EU:n oikeuden mukainen oikeusperusta/päätöksentekomenettely

Vihreä kirja on keskusteluasiakirja, jolla ei ole varsinaista oikeusperustaa. Pääomamarkkinaunionin kehittäminen edellyttää myöhemmin komission toimintasuunnitelmassa eriteltävien säädösten antamista.

Pääomien vapaa liikkuvuus on yksi EU:n neljästä perusvapaudesta, jota koskevat SEUT 63–66 artiklan erityiset määräykset. Huomattava osa vihreässä kirjassa mainituista toimita sijoittuu kuitenkin muille unionipolitiikan aloille ja annettaisiin ensisijaisesti asianomaisia politiikka-aloja koskevien nimenomaisten oikeusperustamääräysten nojalla.

Käsittely Euroopan parlamentissa

Parlamentin tavoitteena on antaa pääomamarkkinaunionista päätöslauselma, jota valmistellaan talous- ja raha-asioiden valiokunnassa. Lausunnonlaatijoina toimivat Roberto Gualtieri (SD, IT) ja Burkhard Balz (EPP, DE).

Kansallinen valmistelu

Valtiovarainministeriö on valmistellut muistion yhteistyössä liikenne- ja viestintäministeriön, oikeusministeriön, sosiaali- ja terveysministeriön, työ- ja elinkeinoministeriön, ulkoasiainministeriön ja ympäristöministeriön kanssa sekä kuultuaan Finanssivalvontaa. Vihreästä kirjasta on järjestetty sidoryhmille kuuleminen Finanssifoorumissa 9.4.2015. Suomen kannoista kaikkiin kolmeen kuule-

miseen on kuultu sidosryhmiä EU-asiain komitean alaisen jaosto 10 kautta (kirjallinen menettely 16.-23.4.2015). Perusmuistio on käsitelty EU-ministerivaliokunnan kirjallisessa menettelyssä xx.xx.2015).

Eduskuntakäsittely

Vihreä kirja on jatkoa komission aikaisemmalle tiedonannolle Euroopan talouden pitkäaikaisesta rahoituksesta (E 71/2014 vp).

Komission investointiohjelmaa on käsitelty eduskunnassa tunnuksella U 46/2014 vp.

Kansallinen lainsäädäntö, ml. Ahvenanmaan asema

Vihreä kirja on keskusteluasiakirja, jolla ei ole suoria vaikutuksia kansalliseen lainsäädäntöön. Konkreettisia vaikutuksia kansalliseen lainsäädäntöön voidaan arvioida vasta, kun komissio tekee asiassa varsinaiset lainsäädäntöehdotukset.

Ahvenanmaan itsehallintolain (16.8.1991/1144) 27 §:n mukaan valtakunnalla on lainsäädäntövalta mm. asioissa, jotka koskevat yhtiöitä ja muita yksityisoikeudellisia yhteisöjä, kirjanpitoa, koko valtakuntaa koskevia yleisiä ehtoja ulkomaalaisten ja ulkomaisten yhteisöjen oikeudesta omistaa ja hallita kiinteää omaisuutta ja osakkeita sekä harjoittaa elinkeinoa, kilpailun edistämistä, kuluttajan-suojaa, vakuutus sopimuksia sekä veroja ja maksuja 18 §:n 5 kohdassa säädettyin poikkeuksin. Itsehallintolain 29 §:n mukaan myös luottolaitoksia koskevat asiat kuuluvat lähtökohtaisesti valtakunnan lainsäädäntövaltaan.

Taloudelliset vaikutukset

Vihreällä kirjalla ei ole välittömiä taloudellisia vaikutuksia, eikä komissio esitä vihreässä kirjassa kvantitatiivisia arvioita mahdollisten toimenpiteiden taloudellisista vaikutuksista. Selvää kuitenkin on, että vihreässä kirjassa mainituilla toimenpiteillä on toteutuessaan erittäin merkittäviä myönteisiä vaikutuksia yritysten rahoitusympäristöön ja taloudelliseen kasvuun edellyttäen, että myös kansallisten markkinoiden kehittämistyössä onnistutaan. Kansainväliset vertailut osoittavat tarpeen yhdenmukaistaa sääntelyä. Suomi hyötyy merkittävästi, jos pk-yritysten rahoitusympäristöä kyetään monipuolistamaan ja tehostamaan kansallisesti ja EU:n tasolla.

Suomen taloudellisen kasvun keskeisiä tekijöitä ovat innovaatiot, yritys rakenteiden jatkuva muutos sekä työntekijöiden ja pääoman liikkuvuus yritysten ja toimialojen välillä. Suomalaisia instituutioita ja talouspolitiikkaa on syytä arvioida entistä enemmän siitä suunnasta, kuinka hyvin ne tukevat näitä talouskasvun perustekijöitä ja mekanismeja. Pääomamarkkinat ovat tärkeä tekijä erityisesti siksi, että heikosti toimiessaan ne estävät uusien yritysten markkinoille tulon ja haittaavat erityisesti innovaatioperusteisessa kasvuvaiheessa olevan talouden kehitystä. Toimivat pääomamarkkinat tehostavat pääoman siirtymistä tehottomista toiminnoista tehokkaisiin ja tukevat näin siis tuottavuutta vahvistavaa rakennemuutosta. Rahoitus on välttämätön edellytys investoinneille. Kasvun kannalta politiikan päätehtävänä on luoda edellytykset yksityisten markkinoiden ohjaamalle voimavarojen kohdentumiselle. Pääomien kohdentamisen ohella rahoitusjärjestelmän tehtävänä on jakaa yksittäisen hankkeen riskejä sijoittajien kesken. Suora puuttuminen on perusteltua eräissä rahoituskysymyksissä sekä ulkoisvaikutuksiin liittyvien kannusteväristymien korjaamisessa.

Innovaatiotoiminnan yhteiskunnallinen tai kokonaistaloudellinen tuotto on noin kaksinkertainen yksityiseen tuottoon verrattuna. Innovaatiopolitiikan tärkeimmiksi perusteluiksi onkin lähes kaikissa kehittyneissä maissa noussut innovaatiotoiminnan ulkoisvaikutuksiin liittyvä markkinapuute. Innovaatiotoiminnan kasvanut rooli taloudessa on myös korostanut toimivien pääomamarkkinoiden merkitystä rahoituksen välityksessä. Yritysten kehittämät innovaatiot haastavat rahoittajat ja edellyttävät uudenlaista kykyä mitata ja arvioida liiketoiminnan riskejä, kun esim. perinteisiä vakuuksia ei ole käytettävissä. Innovaatioiden onnistunut kehittäminen ja käyttöönotto edellyttävät rahoitusjärjestelmän kykyä kanavoida rahoitusta tehokkaasti yrityksille ja niiden kehittämistoimintaan. Näin rahoituksen tehokkuus on tärkeä tekijä yritysten kasvun mahdollistamisessa ja kytkee innovaatiot suorituskyvyn kohentamiseen. Innovatiivisten pk-yritysten tärkeys on hyvin huomioitu EU-maissa, missä tuki pääsääntöisesti kohdistuu kasvun ja innovaatioiden tukemiseen.

Kansainvälisiä vertailuja on useita. Yksi tunnetuimmista on *World Economic Forum* –raportin *Financial Development Index*, joka pisteyttää laajuuden, syvyyden ja tehokkuuden perusteella 62 maailman johtavaa rahoitusjärjestelmää ja pääomamarkkinää. Indeksianalysoi rahoitusjärjestelmää ja vertailee sen kilpailukykyä. Raportti vuodelta 2012 osoittaa, että EU:n jäsenmaiden rahoitusjärjestelmät ovat hyvin heterogeenisiä. Suomi sijoittuu rahoitusmarkkinoiden kehityksessä sijalle 17 globaalissa vertailussa, kauaksi Ruotsin ja Saksan taakse. Suomen sijoittajansuoja-, konkurssi- ja takauslainsäädäntö ovat jäljessä kehittyneimpiä maita ja sopimuksen solmiminen on luonteeltaan hidasta. Lisäksi rahoitusjärjestelmän yleistä kehitystä kuvaava sitoutuminen WTO:n rahoituspalvelusääntelyyn on heikko. Nämä puutteet luovat pohjaa kaikille muille Suomen rahoitusjärjestelmän kilpailukykyongelmille. Esimerkiksi Maailmanpankin *Doing Business* 2015 -raportti osoittaa positiivisen yhteyden kehittyneen insolvenssisääntelyn ja liiketoiminnan toipumisen välillä. WEF-analyysin mukaan Suomen liiketoimintaympäristön pilarissa on myös havaittavissa vakavia ongelmakohtia. Liiketoiminnan aloittaminen on hidasta ja kiinteistön rekisteröinti kallista. Verotus ja yritystuet heikentävät toimintojen tehokkuutta. Luottotietojen saatavuudessa yksityisiltä toimijoilta Suomen sijoitus on heikko ja pankkisektorin ulkopuolisia rahoituspalveluja kuvaava pilari on heikoin pilari kaikista, Suomi on 49. sijalla. Tätä kokonaisuutta (pilaria) kuvaavat indikaattorit, kuten arvopaperistaminen, yritysjärjestelyt ja listautumiset sijoittuvat maavertailussa tehottomimpien maiden joukkoon. Oma pääoma ei välity tehokkaasti ja ulkomaisen pääoman suorassa kohdentumisessa on puutteita. Vertailun tulokset on otettava vakavasti, sillä arvopaperistaminen helpottaa mm. pk-yritysten lainanantoa ja yritysjärjestelyt ja listautumiset tarjoavat väylän hankkia rahoitusta ja laajentaa yritystoimintaa.

Valtiovarainministeriön ja työ- ja elinkeinoministeriön rahoittaman kasvuyritysselvityksen (2015) mukaan pk-yrityksillä ja erityisesti kasvuyrityksillä on rahoituksen saatavuudessa suuria yrityksiä enemmän haasteita. Pienten lainojen korko on korkeampi ja lainaehdot saattavat olla tiukemmat kuin suuremmilla yrityksillä. Nämä rahoituksen ongelmat johtuvat rakenteellisista seikoista, kuten pk-yritysten matalammista resursseista, suuremmasta epävarmuudesta ja informaation epäsymmetrisyydestä. Suomessa on vain vähän kooltaan suuryrityksiä pienempiä ylemmän keskisarjan viennä yrityksiä. Tällaisten ns. *Mittelstand*-yritysten rooli on esimerkiksi Saksassa ollut 2000-luvulla merkittävä. Kotimaisten vastaavien yritysten kehittymisen esteenä nähdään pankkikeskeinen rahoitusjärjestelmä, joka on suunnannut rahoitusta kaikkein suurimmille yrityksille. Aiempien tutkimusten mukaan kehittynyt rahoitusjärjestelmä on ainakin yleisesti ottaen yhteydessä monipuoliseen yrityskokojakaumaan.

Euroopan komission julkaisema raportti pk-rahoituksesta (Dove et.al. 2014) tarjoaa pohjan Suomen ja Ruotsin pk-rahoituksen erojen löytämiseksi. Verrattuna Suomeen on ulkoisella rahoituksella suuri merkitys Ruotsin pk-yrityksissä. Osakemarkkinoiden kautta hankitussa rahoituksessa Ruotsi on

yksi Euroopan kärkimaita ja myös pääoma- ja enkelisijoituksissa Ruotsi on Euroopan johtava maa. Suomi sijoittuu EU-keskiarvon mukaisesti jäädessä merkittävästi Ruotsista jälkeen. Suurin ero on osakerahoituksessa, sillä ruotsalaisista pk-yrityksistä 66 %, mutta suomalaisista vain 21 % kokee osakerahoituksen merkittäväksi. Suomessa yritysten tarve joukkovelkakirja- ja osakerahoitukselle on kuitenkin merkittävässä kasvussa. Ruotsissa on omaksuttu parhaita käytäntöjä pk-rahoituksessa koko Euroopan tasolla. Suomessa on kysymys todellisista yritysten kasvuun liittyvistä esteistä.

Muut asian käsittelyyn vaikuttavat tekijät

Vihreä kirja pääomamarkkinaunionista liittyy komission marraskuussa 2014 tekemään aloitteeseen Euroopan investointiohjelmasta, jonka tarkoituksena on edistää unionin kasvua ja työllisyyttä teke- mällä siitä entistä houkuttelevampi investointikohde. Investointiohjelma perustuu kolmeen toisiaan tukevaan osa-alueeseen. Ensimmäisenä luodaan komission ja Euroopan investointipankin yhteyteen Euroopan strategisten investointien rahasto, jonka tarkoitus on maksimoida julkisten varojen vaiku- tus ja houkuttaa yksityisiä investointeja. Toisena osa-alueena on investointihankevalmistelun tu- keminen. Kolmantena osa-alueena ovat toimenpiteet, joiden tarkoituksena on lisätä sääntelyn en- nustettavuutta ja poistaa investointien esteitä. Vihreä kirja pääomamarkkinaunionista on osa näitä toimenpiteitä.

Vihreään kirjaan liittyy erilliset kuulemisasiakirjat arvopaperistamisesta sekä esitedirektiivin muu- toksesta. Valtioneuvoston keskeiset kannat näihin kuulemisiin sisältyvät tähän perusmuistioon.

Asiakirjat

Komission vihreä kirja pääomamarkkinaunionin muodostamisesta COM(2015) 63

Laatijan ja muiden käsittelijöiden yhteystiedot

VM/RMO/ Päivi Leino-Sandberg, puh 050-5761575 (laatija)

VM/RMO/Annina Tanhuanpää (arvopaperistamista koskeva kuuleminen)

VM/RMO/ Marianna Uotinen (esitedirektiivin uudistamista koskeva kuuleminen)

VM/RMO/Urpo Hautala (taloudelliset vaikutukset)

VM/RMO/ Ilkka Harju, Janne Häyrynen, Aki Kallio, Paula Kirppu, Tarja Kotkavuo, Miki Kuusi- nen, Harry Leinonen, Erkki Sarsa, Armi Taipale, Joanna Tikkanen, Irmeli Vuori

VM/VO/ Harri Joiniemi

LVM/

OM/LAVO/ Mari Aalto, Jyrki Jauhiainen, Katri Kummoinen, Antti Leinonen, Maarit Leppänen, Pekka Pulkkinen

STM/ Hannu Ijäs, Juha Jokinen, Riitta Kokko-Herrala, Mikko Kuusela, Pertti Pulkkinen

TEM/ Mika Björklund, Sakari Immonen, Mika Kotala, Antti Riivari, Pertti Valtonen

UM/KPO/Kimmo Sinivuori

YM/ Merja Saarnilehto

EUTORI-tunnus

EU/2015/0661