
LISTAUTUMISILLA KASVU-URALLE

Toimiva listautumismarkkina
avain Suomen kasvulle ja
pääomamarkkinoiden kilpailukyvyllle

TOUKOKUU 2014

NASDAQ OMX[®]

SISÄLLYS

1	Johdanto	3
2	Toimenpide-ehdotukset	5
3	Pääomamarkkinoiden ja omistajuuden kehittäminen	7
3.1	Tavoitteena laajapohjainen kotimainen omistajuus.....	7
3.2	Listautumiset Suomessa.....	9
	Sijoittajien verotus.....	10
	Valtio-omisteisten yhtiöiden listaaminen	12
3.3	Infrastruktuurin tehokkuus – osakkeiden moniportainen säilytys	12
4	Listautumisen kannusteet ja esteet	14
4.1	Säätelyn merkitys	14
	Listautumiseen liittyvä sääntely	14
	IFRS:n merkitys listayhtiöille ja listautuville yhtiöille.....	14
4.2	Ulkomaiset yhtiöt	15
	Rinnakkaislistaukset	15
	Ulkomaisten osakkeiden rekisteröinti.....	16
	Raportointikieli	16
4.3	Listautumisprosessin kehittäminen	17
	Listautumisprosessi	17
	Pääjärjestäjän lausunto ja käsittely listauskomiteassa.....	18
	Osakkeenomistajien määrä	19
4.4	Listautumisen kiinnostavuus	19
	Listautumisen kustannukset	19
	Listautumisen mielikuvat ja median rooli	20
5	Listayhtiöiden hallinnollisen taakan keventäminen	21
5.1	Hallinnollisen taakan määrään vaikuttavat tekijät	21
	Samanaikaiset raportointivelvoitteet	21
	Säätelyn tulkinnanvaraisuus	21
	Vakiintuneet käytännöt ja markkinoiden odotukset.....	22
	Pörssitiedottamisen tekninen toteutus	23
5.2	EU-sääntely	23
	Ei-taloudellisten tietojen raportointi ja toimintakertomuksen tilintarkastus	24
	Palkkioasioiden ja lähipiirikauppojen yhtiökokouskäsittely.....	25
	Avoimuusdirektiivin voimaansaattaminen Suomessa	26
5.3	Lainsäädäntö ja viranomaiset	26
	Viranomaissääntely	26
	Esitteet.....	27
5.4	Pörssin ja Arvopaperimarkkinayhdistyksen itsesääntely.....	27

1 JOHDANTO

NASDAQ OMX Helsinki Oy:llä ("NASDAQ OMX" tai "Pörssi") on ollut tärkeä yhteiskunnallinen rooli Suomessa jo yli 100 vuoden ajan yhtiöiden hankkiessa oman pääoman ehtoista rahoitusta kasvunsa rahoittamiseen. Pörssi ylläpitää osaltaan pääomahankinnan ekosysteemiä, johon kuuluvat listayhtiöt, välittäjät, institutionaaliset sijoittajat, sijoitusrahastot, perheyrietykset, pääomasijoittajat ja yksityissijoittajat. Tämä tarjoaa listayhtiöille parhaat mahdolliset olosuhteet kasvun ja investointien rahoittamiseen ja työpaikkojen luomiseen.

Viimeisen kymmenen vuoden aikana listautumisia on kuitenkin Suomessa ollut poikkeuksellisen vähän. Tämän vuoksi Pörssi järjesti tammikuussa 2014 tilaisuuden, jossa markkinaosapuolten edustajat sekä viranomais- ja asiantuntijatahot keskustelivat ja valmistelivat toimenpiteitä Suomen listautumis- ja pääomamarkkinoiden kehittämiseksi. Tilaisuudessa käytyjen keskusteluiden pohjalta Pörssi on laatinut tämän loppuraportin ja toimenpide-ehdotukset.

Suomen kansantaloudelle ja työllisyydelle on erityisen tärkeää pienten ja keskisuurten yritysten kasvun tukeminen. Vaikka suurten yhtiöiden merkitys Suomen taloudessa on edelleen merkittävä, alle 50 henkilöä työllistävät yritykset loivat kuitenkin 73 prosenttia uusista työpaikoista vuosina 2001–2012¹. Ruotsissa vastaava luku on noin 80 prosenttia viimeisen kymmenen vuoden aikana². Pienten ja keskisuurten yritysten lainansaanti on vaikeutunut finanssikriisin jälkeisen kiristyvän sääntelyn myötä. Yksi Pörssin tärkeimmistä tehtävistä nykytilanteessa on tarjota kanava myös pienemmille yrityksille, jotta ne voivat hankkia omaa pääomaa ja velkapääomaa kasvun rahoittamiseksi. Olennaista onkin tarkastella tekijöitä, jotka ovat vaikuttaneet yritysten viime vuosien heikkoon listautumishalukkuuteen.

Pörssi toimii tehokkaana rahoitusväylänä yritysten markkinaehtoisen pääoman hankinnassa ja mahdollistaa institutionaalisten ja yksityissijoittajien osallistumisen osakeantoihin. Pörssi tarjoaa sijoittajille mahdollisuuden hyviin tuottoihin säännellyssä, tasapuolisessa ja valvotussa toimintaympäristössä. Listautuminen lisää yhtiön ja sen yhteiskuntavastuun läpinäkyvyyttä, mikä hyödyttää sijoittajia ja yhtiön muita sidosryhmiä.

Suomessa on ollut huomattavan vähän listautumisia viimeisen kymmenen vuoden aikana. Ruotsissa erityisesti pienten kasvuyritysten First North -markkinapaikalle on vuodesta 2005 lähtien listautunut jo yli 160 yritystä, Suomessa vastaavana aikana yhteensä kuusi³. Ruotsissa näistä yrityksistä jo 31 on siirtynyt tältä kasvuyritysten listalta pörssilistalle.

Viimeisen seitsemän vuoden aikana First North -yhtiöt ovat pääosin Ruotsissa keränneet yhteensä 1 597³ miljoonaa euroa uutta pääomaa kasvuun, investointeihin, kansainvälistymiseen ja työpaikkojen luomiseen. Samalla sijoittajille on ollut tarjolla monia uusia, kiinnostavia ja tuottavia sijoituskohteita. Ruotsissa on tutkittu listayhtiöiden työllistävää vaikutusta: First North -markkinapaikalle vuosina 2006–2012 listautuneiden yritysten työpaikkojen lukumäärän kasvu on listautumisen jälkeen ollut keskimäärin 21 prosenttia vuodessa verrattuna muun yksityisen sektorin noin 1,5 prosentin vuosittaiseen kasvutahtiin². First North -yhtiöt Ruotsissa ovatkin tänä aikana luoneet yhteensä yli 20 000 uutta työpaikkaa markkinaehtoisen rahoituksen turvin. Yhdysvalloissa tilastot vastaavasti

¹ Tilastokeskus

² NASDAQ OMX Stockholm: Ett förbättrat börsnoteringsklimat för Sveriges tillväxt - problemanalys och förslag till åtgärder, 2013

³ NASDAQ OMX:n tilasto 25.4.2014

osoittavat, että pörssiyhtiöiden uusista työpaikoista jopa 92⁴ prosenttia on luotu vasta listautumisen jälkeen. Näin ollen suotuisten listautumisolosuhteiden luomisella on valtava yhteiskunnallinen merkitys.

NASDAQ OMX toteutti viime vuonna Ruotsissa listautumismarkkinoiden kehittämiseksi tarkoitetun IPO Task Force -kehittämishankkeen, jonka tuloksena julkistettu loppuraportti⁵ ja ehdotukset listausilmapiiirin parantamiseksi saivat positiivisen vastaanoton sekä paljon kannatusta. Ruotsin työryhmä ehdotti muun muassa osavuosikatsausten sääntelyn keventämistä, pienten ja keskisuurten listayhtiöiden edunvalvonnan parannuksia ja yhteistyön syventämistä eri markkinaosapuolten välillä. Osa toimenpiteistä toteutetaan NASDAQ OMX:n toimesta myös pohjoismaisella tasolla. Yhtenä esimerkkinä tästä voidaan mainita Suomessakin jo joulukuussa 2013 käyttöön otettu pörssikaupankäynnin päivän sisäinen huutokauppa vähemmän likvideille osakkeille.

Listautumismarkkinoiden kehittämisen tärkeydestä kertoo myös se, että muualla maailmassa on meneillään vastaavia kehittämishankkeita. Yhdysvalloissa julkaistiin lokakuussa 2011 eri markkinaosapuolten yhteistyössä tekemä Rebuilding the IPO-on-Ramp -raportti⁶ ja Euroopassa aloitettiin maaliskuussa 2014 FESE:n (Federation of European Securities Exchanges) ja muutaman muun pääomamarkkinatahon yhteinen IPO Task Force -hanke.⁷

Yleisesti arvioidaan, että Suomessa listautumisten vähyteen vaikuttavat listayhtiöiden hallinnollinen taakka sekä listautumisprosessin työläys ja sen kustannukset. Näitä listautumisiin vaikuttavia seikkoja tai listausilmapiiiriä ei voitane kerralla saattaa kuntoon yksittäisellä helpolla toimenpiteellä. Sen sijaan on helppo korjata listattujen ja listaamattomien yritysten osakkeenomistajien erilainen verokohtelu, joka on luonut Suomeen todellisen listautumisen ja kasvun esteen.

Listautumismarkkinan kehittämiseksi ehdotetut toimenpiteet esitetään yhteenvetona raportin jaksossa kaksi. Toimenpide-ehdotukset jaotellaan sen mukaan ovatko ne toteutettavissa EU-tasolla, kansallisella tasolla Suomessa vai Pörssin toimenpitein. Raportin laatimisen yhteydessä Pörssi on myös määritellyt ne tahot, joiden toimialaan ehdotusten toteuttaminen pääasiallisesti kuuluu. Raportin jaksoissa 3–5 käsitellään toimenpiteiden perusteita seuraavilla osa-alueilla: pääomamarkkinoiden ja omistajuuden kehittäminen, listautumisen kannusteet ja esteet sekä listayhtiöiden hallinnollisen taakan keventäminen. Jaksoissa 3–5 on myös päätelmiä ja suosituksia menettelyistä, joilla käytännön toimintoja voidaan tehostaa tai hallinnollista taakkaa keventää.

Pörssi haluaa kiittää kaikkia, jotka osallistuivat tammikuussa 2014 pidettyyn keskustelutilaisuuteen. Erityisesti haluamme kiittää tilaisuuden moderaattoreita Anne Leppälä-Nilssonia, Risto Murtoa ja Timo Ritakalliota.

Toivomme tämän raportin johtavan konkreettisiin toimenpiteisiin, joilla Suomen listautumismarkkina käännetään kasvu-uralle.

⁴IHS Global Insight: Venture Impact 2007, 2008, 2009 & 2010 ja IPO Task Force August 2011 CEO Survey

⁵NASDAQ OMX Stockholm: Ett förbättrat börsnoteringsklimat för Sveriges tillväxt - problemanalys och förslag till åtgärder, 2013

⁶IPO Task Force: Rebuilding the IPO-on-Ramp, October 2011

⁷FESE tiedote 17.3.2014: "New Industry Task Force to propose solutions for Europe's IPO revival"

2 TOIMENPIDE-EHDOTUKSET

Seuraavassa esitetään raportissa olevat toimenpide-ehdotukset jaoteltuna sen mukaan, ovatko ne toteutettavissa EU-tasolla, kansallisella tasolla Suomessa vai Pörssin toimenpitein.

	Pääomamarkkinoiden ja omistajuuden kehittäminen	EU-taso	Kansallinen taso	Pörssi
1.	Eläkeyhtiöiden mahdollisuutta osakesijoittamiseen tulee lisätä käynnissä olevassa vakavaraisuussäätelyn uudistuksessa.		✓	
2.	Eläkesäätiöiden ja eläkekassojen toimintaedellytykset tulee varmistaa meneillään olevassa sääntelyuudistuksessa, sillä riittävällä määrällä erikokoisia eläkelaitoksia voidaan edistää pääomamarkkinoidemme monimuotoisuutta ja likviditeettiä.		✓	
3.	Sijoitustutkimuspalvelut ulotetaan kattamaan kaikki listayhtiöt.			✓
4.	Listamattomien ja listattujen yhtiöiden ja niiden omistajien verokohtelu tulee muuttaa neutraaliksi. Kiireellisenä toimenpiteenä First North -yhtiöiden osinkoverotus tulee muuttaa yhdenmukaiseksi listaamattomien yhtiöiden osinkoverotuksen kanssa.		✓	
5.	Yksityissijoittajien kiinnostusta osakesijoittamiseen tulee tukea veroneutraaliteetilla ja kohdennetuilla kannusteilla.		✓	
6.	Pääomaverotus on uudistettava kokonaisuudessaan niin, että se on säästämiseen ja sijoittamiseen kannustavaa.		✓	
7.	Valtion omistajapolitiikassa on otettava tavoitteeksi valtio-omisteisten yhtiöiden listaaminen.		✓	
8.	Moniportainen säilytys on sallittava myös suomalaisten omistamille kotimaisille osakkeille.		✓	

	Listautumisen kannusteet ja listautumisen esteiden poistaminen	EU-taso	Kansallinen taso	Pörssi
9.	Kevyemmän IFRS:n kehittämistä pienille pörssiyrityksille on edistettävä kansainvälisellä tasolla.	✓	✓	
10.	IFRS-standardeihin tulee tehdä muutoksia vain todellisen tarpeen perusteella ja määritellyn aikataulun mukaisesti.	✓	✓	
11.	Ulkomailla listattujen yhtiöiden rinnakkaislistauksia Suomeen tulee edistää.			✓
12.	Ulkomaisten yhtiöiden on voitava rekisteröidä osakkeensa suoraan Suomen arvo-osuusjärjestelmään.		✓	
13.	Listautujan käsikirja on laadittava pörssilistalle hakeutuville yhtiöille.			✓
14.	Listauskomitean käsittelymenettelyä tulee kehittää.			✓

15.	Vaatus pääjärjestäjän lausunnosta on poistettava, jos yhtiö käyttää listautumisessa pääjärjestäjää.			✓
16.	Pörssin sääntöjen tulkinta osakkeenomistajien vähimmäismäärästä tulee muuttaa joustavammaksi.			✓
17.	Tietoa listautumisen merkityksestä yritysten kasvulle ja työpaikkojen luomiselle tulee lisätä.		✓	✓

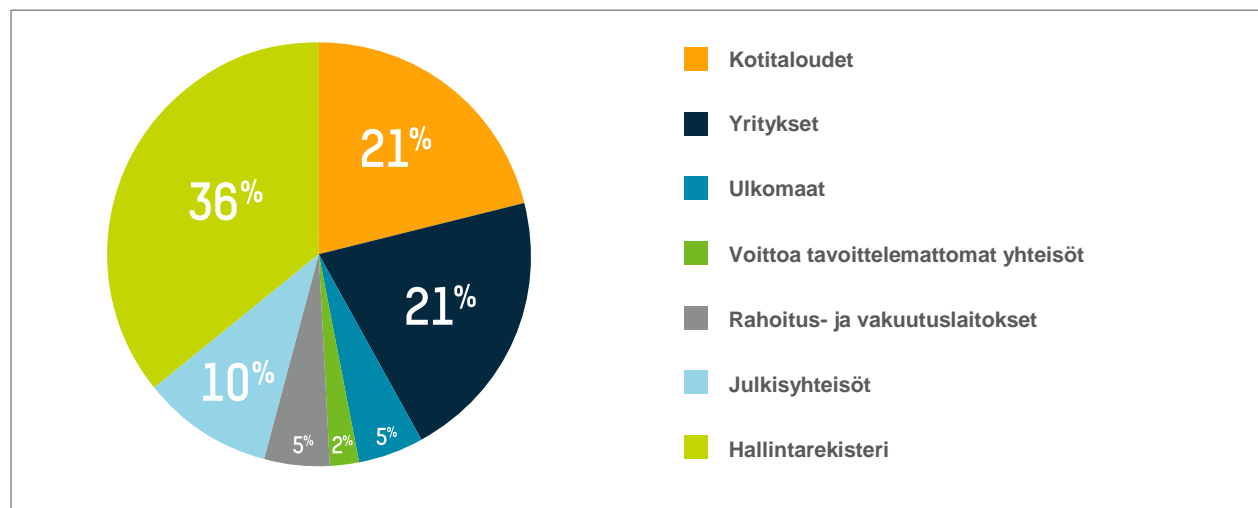
Listayhtiöiden hallinnollisen taakan keventäminen		EU-taso	Kansallinen taso	Pörssi
18.	Pörssiyhtiöiden Corporate Governance -raporteista tulee laatia minimivaatimukset sisältävät mallit.		✓	
19.	Nimitetään asiantuntijatyöryhmä, jonka tulee yksilöidä tärkeimmät sääntelyn tulkintatilanteet, ja arvioida, voidaanko listayhtiöiden hallinnollista taakkaa vähentää uudella ohjeistuksella. Tarvittaessa ryhmä laatii ehdotukset uusista ohjeista.		✓	✓
20.	Selvitetään, voidaanko pörssitiedotteiden teknisiä vaatimuksia muutamalla yksinkertaistaa tiedotteiden julkistamismenettelyä.		✓	✓
21.	Ei-taloudelliset raportoitavat tiedot tulee jättää Suomessa toimintakertomuksen ulkopuolelle, jolloin niihin ei tarvitse kohdistaa tilintarkastusta.		✓	
22.	Selvitetään, voidaanko eurooppalaisen käytännön mukaisesti toimintakertomuksen tilintarkastuksesta luopua.		✓	
23.	Palkkioasioiden ja lähipiirikauppojen yhtiökokouskäsittelyä koskevan EU-direktiiviehdotuksen hallinnollista taakkaa lisääviä vaikutuksia on pyrittävä ehkäisemään sekä EU-tasolla että tarvittaessa kansallisen implementoinnin yhteydessä.	✓	✓	
24.	Avoimuusdirektiivin mukainen säännöllinen tiedonantovelvollisuus on saatettava Suomessa voimaan ilman, että kansallisia lisävaatimuksia otetaan käyttöön. Tällöin laista poistuu velvoite laatia neljännesvuosittaiset osavuositarkastukset.		✓	
25.	Suomen on ajettava EU-tasolla nykyistä laajempia poikkeusmahdollisuuksia listayhtiöiden esitteiden laatimisvelvoitteisiin.	✓		

3 PÄÄOMAMARKKINOIDEN JA OMISTAJUUDEN KEHITTÄMINEN

3.1 Tavoitteena laajapohjainen kotimainen omistajuus

Suomessa kotimainen osakeomistus on keskittynyt harvalukuisille suurille institutionaalisille sijoittajille, kun taas keskisuuri sijoittajakunta on varsin vähälukuinen. Ulkomaalaisten omistusosuus suomalaisosakkeista on kansainvälisesti verrattuna hyvin korkea: 41 prosenttia suomalaisten yhtiöiden liikkeeseenlasketuista osakkeista on ulkomaalaisessa omistuksessa, joka tällä hetkellä vastaa 44,5 prosenttia yhtiöiden markkina-arvosta. Suomalaisia yksityishenkilöitä osakkeenomistajina on lähes 880 000. Tavallisimmin suomalaisten yksityishenkilöiden sijoitukset kotimaisiin osakkeisiin ovat kuitenkin varsin pieniä; yli 80 prosenttia omistuksista on yhteensä alle 20 000 euroa sijoittajaa kohden ja useilla omistus kohdistuu vain yhteen osakkeeseen. Esimerkiksi sekä Nokialla että Elisalla on yli 200 000 osakkeenomistajaa⁸.

OSAKEOMISTUKSEN JAKAUTUMINEN SUOMESSA OMISTAJARYHMITÄIN 31.3.2014



Lähde: Euroclear Finlandin tilasto 31.3.2014

Vahva ulkomaalaisomistus on merkki suomalaisyhtiöiden laajasta kansainvälisestä arvostuksesta ja globaalien sijoittajien uskosta pörssiyhtiöihimme. Laaja-alaisemmasta kotimaisesta omistajuudesta olisi kuitenkin suurta hyötyä varsinkin pienemmille vielä maailmalla tuntemattomille listayhtiöille. Monimuotoisella ja laajalla kotimaisella omistajuudella on mahdollista vaikuttaa myös yhtiöiden hallituksen ja johdon kokoonpanoon ja sitä kautta laajemmin Suomeen tehtäviin investointeihin, täällä luotaviin työpaikkoihin ja koko Suomen talouskasvuun. Kunkin yhtiön hallitus ja yritysjohto tekevät yrityksen liiketoimintaa, investointeja ja pääkonttoria koskevat päätökset, ja olisi tärkeää, että suomalainen omistajuus näkyisi näissä päätöksissä.

Suomessa on hyvin vähän pieniä ja keskisuuria institutionaalisia sijoittajia. Siksi on tärkeää huolehtia mahdollisimman monipuolisesta sijoittajarakenteesta. Pääomamarkkinalla on enemmän syvyyttä, likviditeettiä ja parempi hinnoittelumekanismi, jos markkinalla on enemmän näkemykseltään, riskiprofiililtaan ja kooltaan eroavia sijoittajia.

⁸ Euroclear Finlandin tilasto 31.3.2014

Työeläkeyhtiöt ja julkisen sektorin eläkerahastot ovat suurin yksittäinen sijoittajien ryhmä Suomessa. Työeläkeyhtiöiden sijoitustoimintaa ohjataan merkittävästi vakavaraisuusääntelyllä, jonka uudistamista valmistellaan. Nopein tapa lisätä sijoittamista Suomeen on lisätä vakavaraisuus uudistuksessa työeläkeyhtiöiden mahdollisuutta sijoittaa kotimaisiin pörssiosakkeisiin. Käytännössä tämä tapahtuisi lisäämällä työeläkeyhtiöiden yleistä riskikantokykyä erityisesti osakeriskin osalta. Julkisen sektorin eläkerahastojen sijoitukset kotimaisiin yrityksiin ovat työeläkeyhtiöitä sekä eläkesäätiöitä ja -kassoja vähäisempiä. Tältä osin on syytä huolehtia siitä, että julkisen sektorin eläkelaitoksilla ei ole esteitä sijoittaa osake- ja joukkovelkakirjamarkkinoille myös Suomessa.

Suomessa sijoitusrahastojen sijoitusvaroista ohjautuu suomalaisiin osakkeisiin sijoitaviin rahastoihin vain noin kuusi prosenttia⁹ (4,7 miljardia euroa) vastaavan osuuden ollessa Ruotsissa 30 prosenttia¹⁰. Kotitalouksien osuus suomalaisista osakerahastoista on noin 1,8 miljardia euroa¹¹. Olisi suotavaa, että Suomessakin suurempi osuus rahastojen sijoituksista ohjautuisi suomalaisiin listayhtiöihin; tätä kautta voitaisiin vahvistaa niiden rahoitus pohjaa ja tukea Suomen talouskasvua.

Sosiaali- ja terveysministeriössä on meneillään eläkesäätiö- ja vakuutuskassalain kokonaisuudistus. Eläkesäätiö- ja vakuutuskassalain uudistaminen on kirjattu nykyisen hallituksen ohjelmaan. Uudistamishanke on osa hallitusohjelmaan sisältyvää työeläkekilpailun edistämistä. Myös eduskunta on jo aikaisemmin edellyttänyt eläkesäätiöitä ja eläkekassoja koskevien lakien kokonaisuudistusta.

STM:n asettaman työryhmän tehtävänä on laatia luonnos hallituksen esitykseksi eläkesäätiö- ja vakuutuskassalaista. Työryhmä selvittää eläkesäätiöiden ja eläkekassojen perustamiseen ja toiminnan jatkamiseen liittyvät tarpeettomat esteet ja tekee myös ehdotuksen näiden esteiden poistamiseksi. Uudistuksen päämääränä on tukea työeläkejärjestelmän toimeenpanon hajautusta ja varmistaa, että eläkesäätiöt ja -kassat säilyvät hyvin toimivina vaihtoehtoina lakisääteisen eläketurvan ja lisäeläketurvan järjestämiseksi. On tärkeää, että Suomessa säilyy riittävä määrä myös pieniä eläkelaitoksia, jotka parantavat merkittävästi pääomamarkkinoidemme likviditeettiä ja toimintaedellytyksiä.

Kiinnostusta sijoittamiseen voidaan lisätä tarjoamalla sijoittajille pörssiyrityistä laadukasta ja vertailukelpoista perustietoa sekä sijoitustutkimusta. Kaikista listayhtiöistä ei tällä hetkellä ole tarjolla riittävästi sijoitustutkimusta. Lähes joka neljännestä suomalaisesta listayhtiöstä ei tehdä lainkaan sijoitustutkimusta. NASDAQ OMX:n tavoitteena on aloittaa yhteistyö sijoitustutkimuspalveluita tarjoavan tahon kanssa, jonka tehtävänä on tarjota perustutkimusta kaikista NASDAQ OMX:n pohjoismaisista listayhtiöistä.

- + **Eläkeyhtiöiden mahdollisuutta osakesijoittamiseen tulee lisätä käynnissä olevassa vakavaraisuusääntelyn uudistuksessa.**
- + **Eläkesäätiöiden ja eläkekassojen toimintaedellytykset tulee varmistaa meneillään olevassa sääntelyuudistuksessa, sillä riittävällä määrällä erikokoisia eläkelaitoksia voidaan edistää pääomamarkkinoidemme monimuotoisuutta ja likviditeettiä.**
- + **Sijoitustutkimuspalvelut ulotetaan kattamaan kaikki listayhtiöt.**

⁹ Finanssialan Keskusliitto: Rahastoraportti, helmikuu 2014

¹⁰ Swedish Investment Fund Association, maaliskuu 2014

¹¹ Finanssivalvonta

3.2 Listautumiset Suomessa

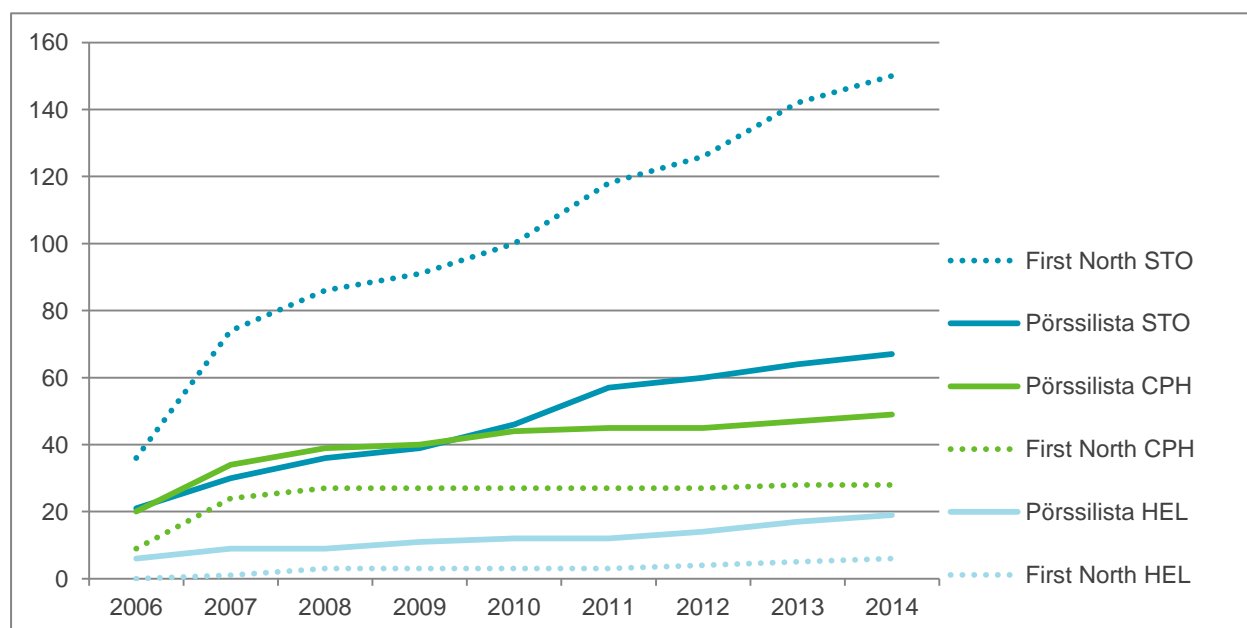
Listautumismarkkinoillamme on ongelmana uusien listayhtiöiden tarjonnan niukkuus. Mitä enemmän listayhtiöitä on, sitä houkuttelevampi markkina on sijoittajille.

Yleisesti arvioiden vaikuttaa siltä, että suomalaisten yrittäjien keskuudessa listautuminen ja yritysten kasvu eivät ole tällä hetkellä ensisijaisia tavoitteita. Mielikuva hallinnollisen taakan ja julkisuuden lisääntymisestä varsinkin pienissä ja keskisuurissa yhtiöissä saattaa osaltaan vaikuttaa listautumishalukkuuteen. Toisinaan listautumista harkitsevat yhtiöt esimerkiksi pelkäävät esitteessä annettavien tietojen paljastavan yhtiön liikesalaisuuksia listaamattomille kilpailijoille, vaikka sääntely ei edellytä liikesalaisuuksien esittämistä.

Usein yrittäjät ovat huolestuneita myös ns. exit-mahdollisuuden vaikeutumisesta yhtiön listaututtua. Niissä tapauksissa, joissa yritys on jo tehnyt useamman rahoitus- ja omistuskierroksen yksityisten pääomasijoittajien tahoilla, saatetaan pörssilistautuminen nähdä parempana ja pitkäaikaisempaa ratkaisuna. Tällä hetkellä pääomasijoittajien omistamat yritykset päätyvät usein osaksi isompaa ulkomaista yritystä tai toista pääomasijoittajaa. Suomessa pääomasijoittajien omistamat yritykset ovat usein suhteellisen pieniä ja keskimääräinen investointi niihin on kansainvälisesti verrattuna pieni. Näille pienemmille yhtiöille pörssilistautuminen ei usein ole ollut luonteva vaihtoehto.

Ruotsissa First North -markkinapaikalla on kymmenittäin pieniä, markkina-arvoltaan alle 50 miljoonan euron yhtiöitä, jotka ovat voineet hankkia pääomaa kasvuun, investointeihin ja työpaikkojen luomiseen listautumalla kevyemmin säännellylle markkinalle. Tällaisia yhtiöitä koskevassa arvopaperimarkkinaoikeudellisessa sääntelyssä ei Suomen ja Ruotsin välillä ole mitään merkittäviä eroja ja myös First North -markkinapaikka on käytännössä täysin samanlainen; keskeinen erottava tekijä näiden maiden välillä onkin käytännössä verotus. Olennaisimpia suomalaisen verotuksen ongelmia käsitellään jäljempänä.

KUMULATIIVINEN UUSIEN LISTAYHTIÖIDEN MÄÄRÄ SUOMESSA, RUOTSISSA JA TANSKASSA



Lähde: NASDAQ OMX:n tilasto 23.4.2014

SIJOITTAJIEN VEROTUS

Verotus vaikuttaa hyvin paljon eri sijoituskohteiden houkuttelevuuteen ja ohjaa sijoituskäyttäytymistä. Yritykseen omaa pääomaa sijoittavaa osakkeenomistajaa verotetaan Suomessa ankarammin kuin vieraan pääoman sijoittajaa. Osakkeenomistajan kokonaisverorasitukseen vaikuttaa sekä yrityksen tuloksensa perusteella maksama vero että osingoista maksettava vero. Korko- tai vuokratuottoja saavaa sijoittajaa verotetaan vain kerran, jolloin vieraan pääoman sijoittaja maksaa sijoituksestaan vähemmän veroja kuin osakkeenomistaja. Korkomenojen verovähennysoikeus ohjaa myös yrityksiä vieraan pääoman käyttöön ja yritysten velkaantumiseen.

Osakkeenomistajan kokonaisveroaste ei saisi olla muiden pääomamuotojen verotusta kireämpää. Osakkeenomistaja kantaa aina yritys- ja liiketoimintaan liittyvää riskiä. Riskinottoa tulisikin kannustaa, sillä ilman osakkeenomistajien riskisijoituksia ei synny myöskään työpaikkoja luovia investointeja. Suomalaisten yritysten oman pääoman ehtoisen rahoituksen edellytysten parantaminen on tärkeää kasvun varmistamiseksi, koska pankit eivät vakavaraisuussääntelyn tiukennuttua voi enää entisessä laajuudessa toimia yritysten luottotajina.

Suomessa yksityishenkilöiden on myös verotuksellisesti edullisempaa sijoittaa pörssiosakkeisiin rahastojen ja säästöhenkivakuutusten kautta. Tämä johtuu siitä, että rahaston saamia osinkoja ei veroteta eivätkä rahastot maksa myyntivoitoista veroa. Rahastosijoittaja maksaa myyntivoittoveron vasta rahasto-osuuksien luovutuksen yhteydessä, vaikka sijoituskohteet rahaston sisällä vaihtuvat.

Koska Suomessa rahasto- ja asuntosijoittaminen on verotuksellisesti suoraa osakesijoittamista edullisempaa, yksityishenkilöiden säästöt ohjautuvat usein asuntojen lisäksi pankkien rahastoihin, säästöhenkivakuutuksiin, kapitalisaatiosopimuksiin ja muihin talletuksiin. Suorien osakesijoitusten määrän kasvu olisi kansantaloutemme kannalta hyödyllisempää, sillä näin saataisiin suunnattua suurempi osa sijoitusvarallisuudesta tukemaan Suomen talouskasvua ja työllisyyttä. Yksityishenkilöillä on tällä hetkellä noin 80 miljardia¹² euroa talletettuna pankkileille alhaisella korolla. Talletuksista yli 30 miljardia euroa on määräaikaissa, vähintään vuoden pituisissa talletuksissa. Osa tästä varallisuudesta todennäköisesti kanavoituisi suomalaisten yritysten kasvun rahoittamiseen osakesijoittamisen kautta, mikäli se olisi verotuksellisesti neutraalia muihin sijoitusmuotoihin verrattuna.

Esimerkiksi Ruotsissa, Englannissa ja Yhdysvalloissa kansalaisilla on enemmän vaikutusmahdollisuuksia ja suurempi vastuu omasta eläkesijoittamisestaan, mikä on lisännyt kiinnostusta sijoittamista kohtaan ja johtanut myös sijoitusosaamisen kasvuun. Näissä maissa on myös käytössä erityyppisille sijoittajille useita erilaisia verokannusteita julkisille markkinoille tehtäviin sijoituksiin. Suomessakin on tarpeen ulkomaisten esimerkkien pohjalta miettiä täsmällisesti kohdistettujen verokannusteiden toteuttamista. On tärkeää, että eri poliittiset päätöksentekijät sitoutuvat tarvittavien toimenpiteiden tekemiseen, jotta tarvittavat muutokset lainsäädännössä saadaan toteutetuiksi.

Suomessa listaamattomien yritysten ja pörssiyritysten osakkeenomistajien erilainen verokohtelu on selvä listautumisen kynnys. Verotus voi myös olla käytännössä este listautumiselle, koska avainomistajien osinkoverotus kiristyy usein merkittävästi listauksen jälkeen. Listayhtiön yksityisomistajat maksavat jopa 3,4 kertaa¹³ enemmän osinkoveroja kuin listaamattoman yhtiön

¹² Finanssialan Keskusliiton ja Tilastokeskuksen tilasto 30.9.2013

¹³ Muista kuin julkisesti noteeratuista yhtiöistä saadut osingot verotetaan siten, että osakkeen arvolle laskettua 8 prosenttia vuotuista tuottoa vastaavasta osingon määrästä 25 prosenttia on veronalaista pääomatuloa kuitenkin enintään 150 000 euroon saakka. Yksityishenkilön saamasta pörssiosingosta 85 prosenttia on veronalaista pääomatuloa (vuoden 2014 alusta lähtien).

omistajat. Tämä listattujen yhtiöiden tiukempi osinkoverotus on erityisesti listautumista harkitsevien perheomisteisten ja muiden yksityishenkilöiden omistamien yhtiöiden merkittävä ongelma. Järjestelmä, jossa listaamattomien yhtiöiden omistajia suositaan verotuksessa verrattuna listayhtiöiden omistajiin, on myös kansainvälisesti katsottuna hyvin poikkeuksellinen.

Tähän epäneutraaliin osinkoverotukseen päädyttiin, kun yhtiöveron hyvitysjärjestelmästä luovuttiin vuonna 2005. Pienille yhtiöille haluttiin edelleen luoda mahdollisuus maksaa osinkoja kevyemmällä verotuksella ja yhtiöitä erottavana tekijänä päätettiin käyttää sitä, onko osingot saatu julkisesti noteeratusta yhtiöstä vai ei. Jako listattuihin ja listaamattomiin yhtiöihin johtaa käytännössä täysin alkuperäisten tavoitteiden vastaiseen lopputulokseen. Suurin osa suomalaisista listayhtiöistä on käytännössä pieniä¹⁴ ja vastaavasti monet yksityiset yhtiöt ovat suuria. Jaottelu onkin täysin keinotekoinen. Se on käytännössä johtanut siihen, että merkittävän osinkoverotuksen kiristymisen vuoksi yksityiset yhtiöt eivät listaudu. Tällöin uusi markkinaehtoinen pääoma jää hankkimatta, eikä lisävelkaa saada, ja siten investoinnit jäävät toteuttamatta ja eikä uusia työpaikkoja synny. Vaikutukset ovat selvästi olleet nähtävissä viimeisen kymmenen vuoden aikana ja ero Ruotsiin verrattuna erityisesti kasvuyritysten listautumisissa on hätkähdyttävä.

Epäneutraalisuus listattujen ja listaamattomien yhtiöiden verotuksessa kasvoi entisestään vuoden 2014 alusta, kun listattujen yhtiöiden varojenjako myös vapaan oman pääoman rahastosta verotetaan osinkoa koskevien säännösten mukaan. Listaamattomien yhtiöiden varojenjako vapaan oman pääoman rahastosta verotetaan kuitenkin luovutuksena, jos yhtiö tekee pääomanpalautuksen kymmenen vuoden kuluessa sijoituksen tekemisestä. Tällöin pääomanpalautukset vähennetään osakkeiden alkuperäisestä hankintamenosta.

Verotuksen neutraalisuus yritysverotuksessa ja pääomaverotuksessa on julkisessa keskustelussa laajalti hyväksytty tavoite. Erityisen tärkeää neutraalisuus on listattujen yhtiöiden ja listaamattomien yritysten omistajien verotuksessa sekä suorien osakesijoitusten ja rahastosijoitusten verotuksessa. Käytännössä merkityksellisiin toimiin tilanteen parantamiseksi ei kuitenkaan ole ryhdytty, eikä tilanne näytä olennaisesti muuttuvan lähiaikoina. Tämän vuoksi on ensiarvoisen tärkeää pikaisesti poistaa keskeisimmät listautumiseen ja suoraan osakesijoittamiseen kohdistuvat suoranaiset verohaitat.

Mikäli veroneutraaliteettiä ei päästä lähitulevaisuudessa, kiireellisenä toimenpiteenä tulee toteuttaa First North -yhtiöiden osinkojen verotus vastaamaan listaamattomien yhtiöiden osinkoja. Tämä verotusmalli voidaan rajata niihin yhtiöihin, joiden ensisijainen listauspaikka on First North. Näin voitaisiin kannustaa innovatiivisia kasvuyhtiöitä hakemaan pääomaa First North -markkinapaikalta. Yhtiön kasvaessa ja omistuksen hajautuessa First North -markkinapaikalla, siirtyminen pörssilistalle on luonnollinen askel yhtiön kasvupolulla, eikä osinkoverotuksen kiristyminen tässä vaiheessa ole enää ongelma. Pitkällä tähtäimellä listaamattomien ja listattujen yhtiöiden ja niiden omistajien verokohtelun tulee kuitenkin olla neutraali. Vain näin voidaan varmistaa edellytykset toimiville pääomamarkkinoille Suomessa sekä tasapuoliset edellytykset kasvuun.

Mikäli epäkohtaa First North -yhtiöiden osinkoverotuksessa ei muuteta, on vaarana, että innovatiiviset suomalaiset yhtiöt hakevat uusia polkuja kasvuun ja listautuvat esimerkiksi Tukholmaan tai Lontooseen. Yhtiöt voivat luopua kasvutavoitteistaan tai jopa myydä yrityksensä ulkomaille.

¹⁴ Suomalaisista yhtiöistä 46 prosenttia kuuluu pienten yhtiöiden (small cap) luokkaan ja 30 prosenttia yhtiöistä keskisuurten yhtiöiden (mid cap) luokkaan.

- + **Listaamattomien ja listattujen yhtiöiden ja niiden omistajien verokohtelu tulee muuttaa neutraaliksi. Kiireellisenä toimenpiteenä First North -yhtiöiden osinkoverotus tulee muuttaa yhdenmukaiseksi listaamattomien yhtiöiden osinkoverotuksen kanssa.**
- + **Yksityissijoittajien kiinnostusta osakesijoittamiseen tulee tukea veroneutraliteetilla ja kohdennetuin kannustein.**
- + **Pääomaverotus on uudistettava kokonaisuudessaan niin, että se on säästämiseen ja sijoittamiseen kannustavaa.**

VALTIO-OMISTEISTEN YHTIÖIDEN LISTAAMINEN

Valtio omistaa useita kymmeniä pörssikelpoisia yrityksiä. Valtioenemmistöisissä yhtiöissä ja valtion osakkuusyhtiöissä valtion ja Solidium Oy:n yhtiöomistusmuutokset toteutetaan usein suunnatusti (private placement) isoille institutionaalisille sijoittajille. Valtion omistamista yhtiöistä moni soveltuisi hyvin listattavaksi Pörssiin ja tämä voisi olla keino myös kannustaa yksityissijoittajia osakesäästämiseen.

- + **Valtion omistajapolitiikassa on otettava tavoitteeksi valtio-omisteisten yhtiöiden listaaminen.**

3.3 Infrastruktuurin tehokkuus – osakkeiden moniportainen säilytys

Euroopassa ja myös muualla suurimmilla ja kehittyneimmillä pääomamarkkinoilla on vallitsevasti käytössä osakkeiden moniportainen säilytysmalli (ns. hallintarekisteröinti). EU:ssa tästä poikkeavat enää Kreikka ja Suomi. Suomessa tämän mallin käyttäminen on kielletty omilta kansalaisilta sekä suomalaisilta yhteisöiltä ja ainoastaan suomalaisten arvo-osuuksien osalta. Kansalaisuuteen perustuva kiello on erittäin poikkeuksellinen EU-alueella. Suurimmilla markkinoilla ja Suomen kilpailijamaissa voidaan toimia moniportaisella mallilla, ja suomalaista kielloa on vaikea perustella.

Myös tässä mallissa voidaan turvata sijoittajien, valvontaviranomaisten ja verottajan tiedonsaanti täysin riittävällä tavalla. Samoin voidaan turvata tiedon saaminen julkisuuteen pörssiosakkeiden merkittävistä omistajista ja sisäpiiriläisten kaupankäynnistä.

Moniportainen säilytysmalli on edellytys Suomen arvopaperimarkkinoiden kilpailukyvyille. Nykyinen vaatimus suorasta rekisteröinnistä aiheuttaa huomattavia lisäkustannuksia, mutta vain suomalaisille sijoittajille. Moniportaisesta säilytysmallista olisi suoria ja epäsuoria hyötyjä koko suomalaiselle pääomamarkkinalle mm. arvopaperien paremman likviditeetin, kasvavan palveluntarjonnan ja avoimen kilpailun seurauksena. Osakevälittäjät ovat arvioineet, että moniportaisuus alentaisi myös vuotuisia selvityskuluja.¹⁵ Moniportaisessa järjestelmässä välittäjät sitoutuisivat raportoimaan säännöllisin väliajoin ja nykyistä useammin tiedossa olevat omistajat viranomaisille. Koska välittäjillä ja säilyttäjäillä on jo nyt käytössään asiakasrekisterit, raportointivelvollisuus ei merkittävästi lisäisi välittäjien kustannuksia tältä osin.

Suorarekisteröinnillä on myös muita haitallisia kerrannaisvaikutuksia. Esimerkiksi suomalaisten sijoitusrahastojen myynti ja markkinointi ulkomaille on käytännössä ollut hankalaa tämän vuoksi. Ruotsissa on käytössä rekisteröintimalli, jossa sijoittajat voivat valita moniportaisen säilytyksen ja suoran rekisteröinnin välillä (ns. sekamalli). Suomessa siirtyminen tällaiseen malliin lisäisi kilpailua ja

¹⁵ Valtiovarainministeriön vuonna 2010 teettämä selvitys: Arvopaperien moniportaisen hallinnan ja hallintarekisteröinnin laajentamisen taloudelliset vaikutukset: selvityshenkilön raportti.

siten alentaisi niin kotimaisten sijoittajien kuin liikkeeseenlaskijoidenkin kustannuksia. Kaupankäynti- ja selvityskulut alenisivat ja kasvava kilpailu laskisi edelleen muita sijoittamiseen liittyviä kustannuksia. Nämä muutokset myös parantaisivat arvopapereiden pörssikaupankäynnin hinnanmuodostuksen tehokkuutta. Muun ohella myös liikkeeseenlaskijoiden olisi mahdollista hyötyä arvopaperikeskuksen rekisteröintitoiminnan tehostumisesta. Moniportainen säilytysmalli toimii Ruotsissa hyvin; pörssiyhtiöt raportoivat suurimmat omistajat kotisivuillaan ja verottaja saa tarvittavat tiedot verotuksen toimittamiseksi asianmukaisella tavalla.

Osakkeenomistajien oikeuksien tulee moniportaiseen malliin siirryttäessä luonnollisesti säilyä ennallaan. Osakkeenomistajilla on oikeus osallistua yhtiökokoukseen ja oikeus osinkoon, eikä näihin tule liittyä merkittäviä kustannuksia. Myös muut osakeyhtiölain mukaiset oikeudet kuten vähemmistöomistajien oikeudet säilyvät myös mahdollisessa moniportaisessa säilytysmallissa. Lisäksi osakkeenomistajille on tärkeää, että verottaja saa tiedot omistuksista nykyistä vastaavalla tavalla ilman lisäkustannuksia.

+ Moniportainen säilytys on sallittava myös suomalaisten omistamille kotimaisille osakkeille.

4 LISTAUTUMISEN KANNUSTEET JA ESTEET

4.1 Sääntelyn merkitys

LISTAUTUMISEEN LIITTYVÄ SÄÄNTELY

Listautumiskynnyksen todetaan usein olevan korkea ja listautumisen arvioidaan aiheuttavan lisätyötä yhtiölle ja sen pääomistajille. Erityisesti listayhtiön tiedonantovelvollisuus ja sisäpiiriasioihin liittyvät kysymykset tuntuvat luovan paineita pienemmille yhtiölle ja mahdollisten virheiden teko näissä asioissa huolettaa. Pienestäkin virheestä saattaa julkisuudessa syntyä suhteeton kohu, joka koetaan leimaavana.

Suomalaisen sääntelyn tasoa pidetään korkeana ja valvojien ja yhtiöiden välillä on toimiva keskusteluyhteys. Pääsääntöisesti vallitsevaa lainsäädäntöä ja sääntelyä ylipäätään ei pidetä esteenä yhtiöiden listautumiselle, eikä siten syynä listautumisten vähyyteen. Tämä ei kuitenkaan tarkoita, etteikö sääntelyä olisi mahdollista parantaa ja kehittää.

Arvopaperimarkkinoita koskevan sääntelyn kotimainen liikkumavara on nykyisin hyvin pieni. EU-sääntely toteutetaan yhä useammin suoraan sovellettavina asetuksina, jolloin kansallista soveltamisvaraa ei jää. Tähänastinen EU-sääntely on pitkälti toteutettu ottamatta huomioon markkinoiden kokoeroja. Suomalaiset listayhtiöt ovat pienempiä kuin EU:ssa keskimäärin, minkä vuoksi sääntely on suomalaisille yhtiöille suhteellisesti raskaampaa kuin niiden kilpailijoille muissa EU-maissa. Suomen tulee vaikuttaa tehokkaammin EU-sääntelyyn jo valmisteluvaiheessa, jotta sääntelystä tulisi kilpailukykyistä ja tarkoituksenmukaista pienille ja keskisuurille yhtiöille.

On tärkeää, että Suomen kansallisessa sääntelyssä lähtökohtana pidetään aina EU-direktiivien mukaista minimilinjaa. Mikäli poikkeamia tästä havaitaan, niiden poistamiseksi on ryhdyttävä toimenpiteisiin (ks. jakso 5.2, toimintakertomuksen tilintarkastusvelvollisuus). Poikkeaminen minimilinjasta voi olla perusteltua, mikäli sille on osoitettavissa suomalaisista olosuhteista johtuva, markkinoiden tehokkuutta ja sijoittajansuojaa edistävä peruste. Niin ikään kaikissa uusissa sääntelyhankkeissa on huolehdittava edellä mainitun periaatteen noudattamisesta.

IFRS:N MERKITYS LISTAYHTIÖILLE JA LISTAUTUVILLE YHTIÖILLE

Mielikuva IFRS-raportointiin siirtymiseen liittyvästä vaikeuksista ja kustannuksista on yksi merkittävimmistä listautumiseen liittyvistä haasteista. IFRS-raportoinnin käyttöönotto aiheuttaa listautumisen yhteydessä paljon työtä ja kustannuksia, koska yksityisessä yhtiössä ei ole valmiina IFRS-valmiuden vaatimaa organisaatiota. Uuden tällaisen organisaation muodostaminen siihen liittyvine kustannuksineen samalla, kun yhtiö harkitsee merkittävää muutosta sen koko toiminnassa, voikin muodostaa listautumiskynnyksen.

Nykyvaatimuksen mukaan yhtiön tulee laatia ja julkistaa tilinpäätöksensä vähintään kolmelta tilikaudelta. Listautumisen valmisteluun kuluvasta ajasta selvästi suurin osa kuluu IFRS-konversion tekemiseen, ja lisäksi konversion tekeminen on kallista. Pörssilistalle listautuessaan yhtiön tulee laatia IFRS:n mukaiset tilinpäätöstiedot päättyneeltä tilikaudelta sekä vertailuluvut edelliseltä vuodelta. Käytännössä siis IFRS:n mukaiset tiedot tarvitaan vain kahdelta vuodelta ja kolmas

tilinpäätös voi olla kansallisen tilinpäätöskäytännön mukainen. IFRS-konversiota pidetään tarpeellisena, mutta historiatietojen tarpeellisuus voidaan kyseenalaistaa. Sijoittajan näkökulmasta historiatiedoilla on merkitystä, mutta esimerkiksi kasvavalla ja kehittyvällä yhtiöllä historiatiedot ovat harvoin vertailukelpoisia.

Listautuminen on usein vaihtoehto yhtiön myynnille, ja listautumisprosessi kulkee samanaikaisesti myyntiprosessin rinnalla. Tällaisissa tilanteissa IFRS-konversion tekeminen voi tuntua tarpeettomalta. Sijoittaja ei osta menneisyyttä vaan tulevaisuuden kassavirtoja. Yritysmyyntissä yhtiöllä on enemmän mahdollisuuksia kertoa positiivisesti tulevaisuudennäkymistään kuin listautuessaan. Listautuva yhtiö ei voi maalata vain tulevaisuuden näkymiä, vaan yhtiön tarina perustuu vahvasti myös sen historiaan.

Vaikka siirtyminen IFRS-raportointiin on työlästä ja aiheuttaa kustannuksia, on siirtymistä harkitseville yhtiöille jatkuvasti tarjolla enemmän osajia, koska IFRS-standardeja on noudatettu monissa yhtiöissä jo lähes 10 vuoden ajan. Toisaalta on tärkeää muistaa, että nykyiselläänkin listautumista harkitseva yhtiö voi halutessaan listautua kevyemmin säännellylle First North -markkinapaikalle, jolla ei edellytetä noudatettavan IFRS-standardeja. Hyvä vaihtoehto listautumista harkitsevalle yhtiölle voikin olla hakeutua ensin First North -markkinapaikalle, jonka jälkeen yhtiö voi väljemmän aikataulun mukaisesti siirtyä IFRS-raportointiin ja listautua myöhemmin pörssilistalle.

Listautumista harkitsevien yritysten on tärkeä tietää myös se, että IFRS-raportointi ei todennäköisesti merkittävästi lisää työn määrää sen jälkeen, kun tilinpäätöskäytäntöön on jo siirretty. Tällöin oletetaan kuitenkin, että IFRS-standardien viimeaikainen muutuskäytäntö kyetään saamaan tarkoituksenmukaisemmaksi. Tällöin taloushallinnon aikaa ei kuluisi IFRS-standardien jatkuvien muutosten seuraamiseen etenkin, kun muutoksilla on usein merkitystä vain harvoille yrityksille.

Euroopan komissio tulee tekemään selvityksen IFRS-tilinpäätösstandardien toimivuudesta. Keskusteluun tulee myös IFRS:n soveltamisalan rajausta ja kevyemmän IFRS:n tekeminen. Käytännössä kevyempi IFRS voisi tarkoittaa, että pienempien yhtiöiden velvollisuutta esittää liitetietoja vähennetään. Pienillä yhtiöillä tulisivatkin olla mahdollisuudet helpotuksiin, jotta IFRS-tilinpäätösstandardien täysimääräinen soveltaminen ei tekisi listausprosessista liian raskasta. On kuitenkin samalla voitava varmistaa, että markkinoilla on käytössään kaikista listatuista yhtiöistä riittävät ja vertailukelpoiset tiedot.

- + Kevyemmän IFRS:n kehittämistä pienille pörssiyrityksille on edistettävä kansainvälisellä tasolla.
- + IFRS-standardeihin tulee tehdä muutoksia vain todellisen tarpeen perusteella ja vain määritellyn aikataulun mukaisesti.

4.2 Ulkomaiset yhtiöt

RINNAKKAISLISTAUKSET

Pörssi on markkinapaikkana sitä kiinnostavampi mitä enemmän mielenkiintoisia ja eri toimialojen yhtiöitä se voi tarjota kaupankäynnin kohteeksi. Helsingin pörssin kiinnostavuutta olisi mahdollista lisätä ottamalla kaupankäynnin kohteeksi myös ulkomaisten yhtiöiden arvopapereita. Mahdollisuutta rinnakkaislistautumiseen tulisi markkinoida aktiivisemmin ja systemaattisesti. Pörssi voisi kartoittaa potentiaalisia listautujia ja tarjota aktiivisemmin rinnakkaislistausta ulkomaalaisille yhtiöille, joilla on suomalaista omistusta, jotka toimivat Suomessa tai jotka muutoin kytkeytyvät Suomeen. Suomessa

on myös yhtiöitä, jotka ovat ilmoittaneet aikovansa listautua suoraan Yhdysvaltoihin. Näille yhtiöille voitaisiin tarjota rinnakkaislistausta Suomeen entistäkin aktiivisemmin.

+ **Ulkomailla listattujen yhtiöiden rinnakkaislistauksia Suomeen tulee edistää.**

ULKOMAISTEN OSAKKEIDEN REKISTERÖINTI

Suomessa ei ole käytännössä toimivaa mallia ulkomaisten yhtiöiden osakkeiden rekisteröinnille. Teoriassa mahdollisia rekisteröintimalleja ovat nk. FDR-talletustodistukset (Finnish Depositary Receipt), linkki arvopaperikeskusten välillä tai suorarekisteröinti. Rekisteröinti on osoittautunut keskeiseksi esteeksi ulkomaisten yhtiöiden rinnakkaislistauksissa Suomeen. Arvopaperikeskusten välinen linkki toimii vain Suomen ja Ruotsin välillä, ja kaupankäynti muiden ulkomaalaisten yhtiöiden osakkeilla on mahdollista tällä hetkellä käytännössä vain FDR-talletustodistusten kautta. Prosessi on kuitenkin raskas ja kallis, minkä vuoksi FDR-järjestäjäksi ei ole kiinnostusta.

Ulkomaisten yhtiöiden kiinnostus Suomea kohtaan on aiemmin ollut suhteellisen vähäistä, ja tämän vuoksi ei ole kehitetty todellisia vaihtoehtoja osakkeiden rekisteröintiin. Viime vuosina ulkomaiset yhtiöt ovat kuitenkin osoittaneet kasvavassa määrin mielenkiintoa Suomen listautumismarkkinaa kohtaan.

Sääntely ei itsessään edellytä ulkomaisia yhtiöitä käyttämään suomalaista arvo-osuusjärjestelmää. Käytännössä yhtiön on kuitenkin rekisteröitävä osakkeensa arvopaperikeskukseen selvityksen järjestämiseksi.

Osakkeiden liittäminen arvo-osuusjärjestelmään on haasteellinen prosessi, jossa pitää huomioida muun muassa ulkomaisen kohdemaan lainsäädäntö, kohdemaan yhtiötapaukset ja verotus. Euroclearin selvitysalusta ulkoistetaan vuoden 2017 alussa, jolloin selvitys siirtyy eurooppalaiseen järjestelmään. Yhtiö voi tästä edespäin itse valita eurooppalaisen arvo-osuusjärjestelmän, johon se haluaa osakkeensa rekisteröidä, ja linkkien luonti eurooppalaisten arvo-osuusjärjestelmien ylläpitäjien välillä helpottuu. Muutoksen jälkeenkin Euroopan Unionin ulkopuolisista maista tulevien yhtiöiden liittäminen arvo-osuusjärjestelmään tulee olemaan haastavaa.

Ruotsin, Tanskan ja Norjan arvo-osuusjärjestelmät ovat Suomen järjestelmää kehittyneempiä ja ulkomaalaisten osakkeiden suorarekisteröinti on niissä toimivaa ja kustannustehokasta. Suomen nykytilanne on äärimmäisen valitettava sekä markkinapaikan, sijoittajien että listautumista harkitsevien ulkomaisten yhtiöiden kannalta. Mikäli Suomeen halutaan houkutella ulkomaisia yhtiöitä, tulee arvo-osuusjärjestelmää kehittää vastaamaan vähintäänkin pohjoismaista tasoa. Suomeen tarvitaan myös lisää FDR-palveluntarjoajia.

+ **Ulkomaisten yhtiöiden on voitava rekisteröidä osakkeensa suoraan Suomen arvo-osuusjärjestelmään.**

RAPORTOINTIKIELI

Arvopaperimarkkinalain mukaan suomalaisen listayhtiön tiedonantovelvollisuuden perusteella julkistettavat tiedot tulee antaa joko suomeksi tai ruotsiksi. Uusi listautuva ulkomainen yhtiö voi Finanssivalvonnan luvalla tiedottaa ainoastaan englanniksi, mikäli yhtiö laatii englanninkielisen esitteen, jossa se on ilmoittanut tulevaisuudessa tiedottavansa vain englanniksi. Tämä käytäntö on

selvä ulkomaisen yhtiön osalta. Sen sijaan on epäselvää, millä edellytyksillä suomalainen listautuva yhtiö voi saada vastaavan poikkeusluvan.

Useiden kieliversioiden laatiminen ja hallinnointi aiheuttaa paljon työtä myös jo listatuille suomalaisille yhtiöille. Kansainvälisesti toimivissa suomalaisissa yhtiöissä englanti on usein pääasiallinen työ- ja sisäinen raportointikieli. Yhtiön taloudelliset raportit ja tiedotteet valmistuvat ensin englanniksi ja käännetään suomeksi, koska laki edellyttää niin. Tiedotteiden julkistaminen useilla kielillä on myös osa hyvää sijoittajasuhdeviestintää ja suurin osa yhtiöistä varmasti jatkaisi myös suomenkielisten raporttien ja tiedotteiden julkistamista vaikka sääntely ei sitä edellyttäisi.

Mikäli suomalaisilla listayhtiöillä olisi mahdollisuus valita englanti tiedottamiskielekseen, se lisäisi joustavuutta ja vähentäisi yhtiöiden hallinnollista taakkaa. Listalla olevan yhtiön ja listautuvan yhtiön osalta sijoittajat olisivat kuitenkin tällöin eri asemassa. Listalla olevan yhtiön sijoittaja joutuisi sopeutumaan englanninkielen yksinomaiseen käyttöön. Joka tapauksessa on perusteltua, että listayhtiöiden mahdollisuutta käyttää englantia ensisijaisena raportointikielen ryhdytään selvittämään.

4.3 Listautumisprosessin kehittäminen

LISTAUTUMISPROSESSI

Yleisen näkemyksen mukaan listautumisten läpimenoaika on pitkä ja se on pidentynyt viimeisen parinkymmenen vuoden aikana. Listautumisen aikataulu saatetaan tehdä liiankin tiukaksi, mikä aiheuttaa haasteita yhtiölle. Yhtiön tulee keskittyä myös normaaliin liiketoimintaan, vaikka yhtiön ylin johto on tiiviisti kiinni listautumisprosessissa usean kuukauden ajan.

Perinteisesti yhtiöillä on ollut vain neljä suotuista listautumisajankohtaa vuodessa, joista kaksi ensimmäistä ns. listautumisikkunaa menee jo alkuvalmisteluissa ohi, ja listautuminen on mahdollista vasta kolmannen tai neljännen ikkunan aikana. Vaikka listautumisikkunan ennustaminen on vaikeampaa kuin aiemmin, se ei sinänsä estä listautumisia, mutta vaikuttaa yhtiön arvostukseen ja koko listausprosessin keston.

Yhtiön valmius pörssiyhtiönä toimimiseen vaikuttaa listautumisprosessin keston. IFRS-konversioon ja yhtiön sisäisten raportointien ja prosessien järjestämiseen tulee varata riittävästi aikaa. Listalleottoesite on mahdollista laatia muutamassa kuukaudessa, mutta listausprosessi kokonaisuudessaan kestää yleensä kuudesta yhdeksään kuukautta. Nopeimmillaan prosessi on mahdollista toteuttaa sadassa päivässä, mikäli yhtiö on esimerkiksi ensin laskenut liikkeeseen joukkovelkakirjalainan. Joukkovelkakirjan liikkeeseenlasku voisikin olla väliaskel pörssiin.

Listautumisprosessin pituus vaikuttaa yhtiön arvostuksen ennustettavuuteen. Listautumisprosessin alussa on vaikea arvioida yhtiön arvostustasoa kaupankäynnin alkaessa, koska yleisellä markkinatilanteen kehittymisellä on suuri vaikutus arvostustasoon listautumisprosessin loppuvaiheessa.

Listautumista harkitsevien yhtiöiden olisikinärkevää varmistaa yhtiön listautumisvalmius jo listautumisprosessin varhaisessa vaiheessa. Tällöin varsinainen listautuminen voidaan viedä läpi tehokkaasti ja nopeasti sopivan listautumisikkunan avautuessa ja samalla epävarmuus arvostustasosta pienenee. Listayhtiöiltä edellytettävien raportointijärjestelmien käyttöönottamisesta

on hyötyä myös listaamattomille yhtiöille, koska vastaavia toimintatapoja noudattavat yksityiset yhtiöt toimivat hyvin tehokkaasti.

Listautumisprosessia tehostamalla ja nopeuttamalla myös listautumisen kustannukset voidaan pitää kurissa. Pörssisäätiö laati yhteistyössä muutaman markkinaosapuolen kanssa Listautujan käsikirjan lisäämään markkinoilla olevaa tietoa First North -listautumisprosessista ja listautumisen kriteereistä vuonna 2012. Listautumista harkitsevat yhtiöt ja neuvonantajat voisivatkin hyötyä myös pörssilistalle tehtävästä vastaavasta listautujan oppaasta sekä tarkastuslistasta, josta kävisi helposti ilmi listausprosessin eri vaiheiden edellyttämät toimenpiteet.

Listalleottoesitteen laatiminen on aikaa vievä prosessi ja varsinkin pienelle yhtiölle kustannukset esitteen tekemisestä ovat merkittävät. Neuvonantajien ja yhtiöiden mukaan esitteiden laatimisajasta suuri osa kuluu erilaisten tulkintakysymysten ratkaisemiseen. Listalleottoesitteen sisältöön ja laajuuteen vaikuttaa sääntelyn lisäksi vakiintunut markkinakäytäntö. Neuvonantajat saattavat omia vastuitaan kaventaakseen laatia esitteistä ja niiden riskikuvauksista tarpeettoman laajoja. Olisikin olennaista, että esitteissä vältettäisiin tarpeettoman laajoja riskikuvauksia. Muussa tapauksessa sijoittajan saattaa olla vaikeaa arvioida, mitkä ovat olennaisia riskejä ja mitkä eivät. Sijoittajaa palvelee parhaiten riskikuvaukset, joka kuvaa selkeällä tavalla olennaiset riskit. Listautujan käsikirjassa voitaisiinkin selkeyttää esitedirektiivin tulkintoja ja riskikuvauksien vaatimuksia esimerkkien avulla.

+ Listautujan käsikirja on laadittava pörssilistalle hakeutuville yhtiöille.

PÄÄJÄRJESTÄJÄN LAUSUNTO JA KÄSITTELY LISTAUSKOMITEASSA

Pörssin sääntöihin on 2000-luvun alun jälkeen lisätty vaatimus listautuvan yhtiön hakemuksen käsittelystä erillisessä listauskomiteassa ja yhtiöltä ryhdyttiin edellyttämään erityistä pääjärjestäjän lausuntoa. IT-boomin aikana Pörssiin listautui yhtiöitä, jotka eivät kyenneet listautumisen jälkeen täyttämään kaikkia pörssiyritykselle asetettuja edellytyksiä ja velvollisuuksia. Käsittely listauskomiteassa ja pääjärjestäjän lausunto otettiin käyttöön osaltaan varmistamaan, että yhtiöt kykenevät täyttämään listalleottovaatimukset myös listautumisen jälkeen.

Listayhtiöiden sääntely ja muut vaatimukset ovat tiukentuneet merkittävästi edellä mainittujen muutosten jälkeen. Nykysääntelyn valossa listauskomiteakäsittelyn sisältöä ja pääjärjestäjän lausunnon merkitystä olisikin syytä arvioida uudelleen.

Listalleottohakemuksen liitteeksi laadittava pääjärjestäjän lausunto on lyhyt vakiomuotoinen lausunto yhtiön listalleottamisen ja pörssiyrityksenä toimimisen edellytyksistä sekä listalleottohakemuksessa yhtiöstä annettavista tiedoista. Lausunnon antaminen lisää jonkin verran neuvonantajan vastuuta, ja siten vaatimuksen poistaminen voisi keventää myös listautumisen kustannuksia. Vaatimuksen poistaminen saattaisi joissakin tapauksissa myös lyhentää listautumisten läpimenoaikaa. Lausuntoa voidaan pitää tarpeettomana etenkin silloin, kun yhtiöllä on prosessista vastaava neuvonantaja (pääjärjestäjä).

Listalleottohakemuksen tekemistä ei sinällään koeta vaikeaksi tai työlääksi ja Pörssin toiminnan listausprosessissa on todettu olevan joustavaa. Listauskomitea kokoontuu säännöllisesti kerran kuukaudessa ja tarvittaessa myös normaalin kokousaikataulun ulkopuolella. Valmistautuminen yhtiöesittelyyn listauskomiteassa aiheuttaa työtä, sillä kokousta varten tulee valmistella esitys, jota ei välttämättä käytetä muihin tarkoituksiin. Listalleottoesite valmistuu usein vasta yhtiöesittelyn jälkeen, joten esitteessä ilmoitettavia tietoja ei aina pystytä hyödyntämään yhtiöesittelyssä.

Listauskomitealle toimitettavan materiaalin valmistelun tulisi tukea esitteen kirjoittamista. Listauskomiteakäsittelyn ja yhtiöesittelyn sisältöä voitaisiinkin kehittää.

- + Listauskomitean käsittelymenettelyä tulee kehittää.
- + Vaatimus pääjärjestäjän lausunnosta on poistettava, jos yhtiö käyttää listautumisessa pääjärjestäjää.

OSAKKEENOMISTAJIEN MÄÄRÄ

Kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetun lain ja pörssin sääntöjen mukaan kaupankäynnin kohteeksi otettavalla osakkeella tulee olla riittävä kysyntä ja tarjonta, jotka mahdollistavat osakkeen luotettavan hinnanmuodostuksen. Pörssin säännöt edellyttävät, että yhtiöllä tulee olla riittävä määrä osakkeenomistajia ja osakkeista tulee olla riittävä määrä yleisön hallussa. Yhtiöiden, joilla on vähintään 500 osakkeenomistajaa, on katsottu täyttävän osakkeenomistajien lukumäärää koskevan vaatimuksen. Yleisön hallussa (ns. free float) on katsottu olevan riittävästi osakkeita ainakin silloin, kun yleisön hallussa on 25 prosenttia osakelajin osakkeista.

Vaatimus osakkeen riittävästä kysynnästä ja tarjonnasta ei ole ollut kynnyskysymys tai este listautumisille. Jo nykytilanteessa voidaan antaa poikkeus osakkeenomistajien lukumäärän osalta ja 300 osakkeenomistajaa riittää, jos yhtiö käyttää markkinatakaajaa. Perheomisteisten yhtiöiden kohdalla olisi tärkeää laskea vaatimusta yleisön hallussa olevista osakkeista. Vaatimus 25 prosentin free float -osuudesta tulee lainsäädännöstä, mutta Finanssivalvonnalta on mahdollista hakea poikkeusta silloin, kun yleisön hallussa olevien osakkeiden määrä on hieman alle vaaditun. Pörssi tulee arvioimaan uudelleen listautumiskriteereitä riittävän osakkeenomistajan lukumäärän osalta.

- + Pörssin sääntöjen tulkinta osakkeenomistajien vähimmäismäärästä tulee muuttaa joustavammaksi.

4.4 Listautumisen kiinnostavuus

LISTAUTUMISEN KUSTANNUKSET

Suomessa on yleinen mielikuva, että listautuminen on kallista. Pienet yhtiöt näkevät listautumisen ja etenkin esitteen laatimisen liittyvät kustannukset selkeänä esteenä. Mielikuva voi osin pitää paikkansa, mutta yhtiö voi myös itse vaikuttaa listauksen kokonaiskustannuksiin. Usein yhtiöltä myös unohtuu, mitä vastinetta se listauksen kustannuksille saa. Lisäksi kaikki kustannukset eivät liity vain itse listausprosessiin, vaan esimerkiksi yhtiön taloudellisen seurantarjestelmän kehittämiseen tai markkinointiin.

Listautumiseen liittyvä neuvonta (Corporate Finance) on kilpailtu toimiala, mutta kilpailu ei ole olennaisesti vaikuttanut palvelun hintoihin. Kuitenkin erityisesti pienet listautumista harkitsevat yhtiöt kokevat, että kustannustehokasta neuvontapalvelua on vaikea saada. Antien koko vaikuttaa neuvonantajien ja ulkomaisten sijoittajien mielenkiintoon. Pienten antien tekeminen on suhteellisesti kalliimpaa ja pienellä yhtiöllä pitää olla todella hyvä syy listautua, jotta se koetaan kannattavaksi. Suomeen tarvitaankin enemmän Corporate Finance -neuvonantajia.

Osana listauksen kustannuksia voidaan nähdä myös listautumisannin yhteydessä merkitsijöille annettava alennus (ns. IPO discount). Sijoittajat edellyttävät useimmiten alennusta osakkeen hintaan

listautumisannin yhteydessä. Omistajan näkökulmasta tämä luonnollisesti vähentää listautumisen houkuttelevuutta.

Ulkomaisten yhtiöiden rinnakkaislistauksissa Suomeen tarvittava talletustodistusohjelma (FDR, Finnish Depositary Receipt) lisää merkittävästi ulkomaisen listausta harkitsevan yhtiön kustannuksia. Suomessa ei ole kohtuuhintaisia FDR-talletustodistusohjelman palveluntarjoajia.

Listautumisen kustannuksia voidaan alentaa myös listautumisprosessia selkeyttämällä. Kun kustannukset alenevat, listautumiset lisääntyvät ja skaalaetujen kautta kustannukset kevenevät edelleen.

LISTAUTUMISEN MIELIKUVAT JA MEDIAN ROOLI

Suomessa listautumista ja sen tuomaa julkisuutta pelätään. Listautumista harkitsevalla yhtiöllä ja sen hallituksella on huoli siitä, että yhtiö tai sen johto tekee virheen, joka saa mediassa kohtuuttoman suuren kielteisen huomion. Suomessa medialla on taipumus painottaa arvopaperimarkkinoihin liittyviä kielteisiä seikkoja. Uutisointi on usein korostanut yksittäisiä virheitä, esimerkiksi tiedonanto- tai ilmoitusvelvollisuuden laiminlyöntitapauksia, jolloin ne ovat saaneet vähäisyydestään huolimatta merkittävää julkisuutta. Vähemmälle huomiolle mediassa on jäänyt pääomamarkkinoiden tehtävä pääomien allokoijana, kasvun edistäjänä, työpaikkojen luoja ja pitkäaikaisen säästämisen kautta vaurauden lisääjänä.

Suomessa listayhtiöihin liittyvissä mielikuvissa ja listautumisbrändissä olisi paljon parantamista. Kaikkien markkinaosapuolten tulisi systemaattisesti rakentaa positiivista mielikuvaa listautumisesta ja sen hyödyistä. Listautuva yhtiö hyötyy lisääntyneestä näkyvyydestä, hallinnon tehokkaasta rakenteesta, pörssistä pääomanhuoltopaikkana ja esimerkiksi mahdollisuudesta käyttää osakkeita maksuvälineinä yritysostoissa. Suomeen tarvitaan enemmän menestyneitä listautujia, joiden positiivinen esimerkki toimii markkinoilla hyvänä esikuvana.

+ Tietoa listautumisen merkityksestä yritysten kasvulle ja työpaikkojen luomiselle tulee lisätä.

5 LISTAYHTIÖIDEN HALLINNOLLISEN TAAKAN KEVENTÄMINEN

5.1 Hallinnollisen taakan määrään vaikuttavat tekijät

SAMANAIKAISET RAPORTOINTIVELVOITTEET

Listayhtiöiden on laadittava lukuisia erilaisia raportteja. Raportointi keskittyy kevätkaudelle, jolloin yhtiöt laativat tilinpäätöstiedotteen ja tilinpäätöksen lisäksi muun muassa hallinto- ja ohjausjärjestelmää koskevan selvityksen (Corporate Governance Statement) sekä palkka- ja palkkioselvityksen. Useimmat yhtiöt laativat myös vuosikertomuksen ja yritysraportin. Keväällä järjestetään myös yhtiökokoukset, joita varten on laadittava yhtiökokouskutsu ja huolehdittava kokousjärjestelystä. Samaan ajankohtaan osuu myös internetsivujen päivitys muuttuneiden tietojen mukaisiksi.

Useimmat listayhtiöt laativat säännölliset raportit suomeksi ja englanniksi, ja jotkut yhtiöt näiden lisäksi myös ruotsiksi. Myös internetsivuja ylläpidetään pääsääntöisesti vastaavilla kielillä.

Kevätkauden kiire kuuluu listayhtiön arkeen. Arjen helpottamiseksi on tärkeää, että listayhtiöt arvioivat toimintamallejansa, yksittäisten raporttien sisältöä ja eri kieliversioiden tarpeellisuutta. Näihin seikkoihin palataan tarkemmin jäljempänä.

SÄÄNTELYN TULKINNANVARAISUUS

Yleisellä tasolla listayhtiöiden sääntelykenttä alkaa laajuudessaan olla vaikeasti hallittavissa. Yksittäisen listayhtiön saattaa olla vaikea ymmärtää, mitkä kaikki normit sen toimintaan tosiasiallisesti soveltuvat. Sääntelyn tulisi olla läpinäkyvää, selkeää, yksinkertaista ja käyttäjäystävällistä.

Sääntelyn tulkinnanvaraisuus aiheuttaa hallinnollista työtä listayhtiöissä. Tulkintatilanteita tulee usein esille tiedottamiseen liittyvissä kysymyksissä ja sisäpiirihallinnossa. Hallinnon määrää lisäävät tilanteiden tapauskohtainen arviointi ja dokumentointivaatimukset. Näihin kysymyksiin kaivataan lisää selkeyttä. Tarpeellisenä pidetään nykyisen sääntelyn konkretisoimista, ei niinkään uuden sääntelyn laatimista.

Pörssin sisäpiiriohjetta ja Pörssin säännöissä olevia ohjeita yrityskaupan merkittävyyden arvioimisesta pidetään pörssiyhtiöille hyödyllisinä. Molemmat sisältävät esimerkkejä käytännön tilanteista. Tarpeellisia ovat myös Arvopaperimarkkinayhdistyksen kotisivuilla olevat Listayhtiöiden neuvottelukunnan (LYNK) mallit yhtiökokouskutsusta ja -pöytäkirjasta. Listayhtiöille avuksi on myös Finanssivalvonnan internetsivuilla oleva portaali, johon on koottu tiedot listayhtiöitä koskevasta sääntelystä.

Tulkintatilanteita voitaisiin helpottaa siten, että Arvopaperimarkkinayhdistys laatii minimivaatimukset selventävää ohjeistusta tai esimerkkejä keskeisimmistä Corporate Governance -raporteista: hallinto- ja ohjausjärjestelmää koskeva selvitys (Corporate Governance statement), palkka- ja palkkioselvitys, listayhtiön kotisivuilla esitettävät Corporate Governance -tiedot (mm. rakenne, sisältö, päivittäminen).

Olenaisuuden arviointi voi auttaa määrittelemään, onko jokin tieto esimerkiksi tilauksesta tai oikeudenkäynnistä julkistettava tai sitä koskeva hanke perustettava. Yksissä tuumin -toimimisen käsite, joka voi laukaista ostotarjousveloitteen, voi monessa tilanteissa – esimerkiksi kun perheenjäsenet käyvät keskusteluita listayhtiössä, jossa heillä on merkittävä omistus – aiheuttaa merkittävää epävarmuutta. Myös tulosvaroitusten antamisvelvollisuuteen liittyvää epävarmuutta voitaisiin vähentää kriteereitä tarkentamalla, erityisesti kun kyse on katsauskauden päättymisen ja katsauskautta koskevan säännönmukaisen tiedotteen julkaisemisen välisestä ajanjaksosta.

Mahdollisen lisäohjeistuksen hyödyt on kuitenkin arvioitava tarkasti. Listayhtiöt eroavat toisistaan huomattavasti kooltaan, toimialaltaan sekä siinä, miten ulkoiset tekijät vaikuttavat yhtiön toimintaan ja sen tulokseen. Myös yhtiöiden julkistamat tulevaisuudennäkymät poikkeavat toisistaan. Nämä seikat on otettava huomioon, kun harkitaan mahdollisen lisäohjeistuksen tarvetta ja sisältöä.

- + **Pörssiyritysten Corporate Governance -raporteista tulee laatia minimivaatimukset sisältävät mallit.**
- + **Nimitetään asiantuntijaryhmä, jonka tulee yksilöidä tärkeimmät sääntelyn tulkintatilanteet, ja arvioida, voidaanko listayhtiöiden hallinnollista taakkaa vähentää uudella ohjeistuksella. Tarvittaessa ryhmä laatii ehdotukset uusista ohjeista.**

VAKIINTUNEET KÄYTÄNNÖT JA MARKKINOIDEN ODOTUKSET

Listayhtiöt noudattavat monia vakiintuneeseen tapaan perustuvia toimintamalleja. Vuosikertomuksen laatiminen ei ole pakollista, mutta useimmat yhtiöt laativat sen. Esimerkki onnistuneesta toimintamallin muutoksesta on uusi käytäntö yhtiökokouksia koskevista ilmoituksista: painetussa lehdessä julkaistaan lyhyt tiedonanto ja yhtiökokouskutsu julkaistaan kokonaisuudessaan internetsivuilla.

Nykyinen arvoperimarkkinalaki sallii sen, että tietyt kriteerit täyttävät yhtiöt voivat luopua neljännesvuosittain julkistettavista osavuositarkastuksista, ja laatia ensimmäisen ja kolmannen vuosineljänneksen osavuositarkastusten sijasta suppeamman johdon osavuotisen selvityksen¹⁶. Käytännössä yhtiöt eivät juuri ole käyttäneet tätä mahdollisuutta. On kuitenkin koettu, että myös kahden erilaisen raportin laatiminen on yhtiöille työlästä. Lisäksi listayhtiöt miettivät markkinoiden mahdollista reaktiota valtavirrasta poikkeavaan raportointiin siitäkin huolimatta, että arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavat tiedot tulee aina julkistaa ilman aiheetonta viivytystä. Näin ollen markkinoilla on myös näiden yhtiöiden osalta jatkuvasti riittävät tiedot perustellun arvion tekemiseksi yhtiöstä. Joka tapauksessa osavuositarkastusten laatimiseen käytettävää työmäärää tulisi pyrkiä pienentämään; vaadittavat tiedot voidaan esittää myös lyhyemmässä muodossa.

Käytäntöjen muuttaminen, esimerkiksi siirtyminen nykyistä harvemmin julkaistaviin osavuositarkastuksiin, voi vaatia myös markkinoiden odotusten muuttamista. Monet yhtiöt katsovat, että esimerkiksi siirtyminen johdon osavuotisen selvityksen käyttämiseen ei ole tällä hetkellä realistista, koska markkinat odottavat osavuositarkastuksia. Myös vakiintunut tapa toimialalla voi vaikuttaa samalla tavalla. Markkinoiden odotuksilla on jatkossa entistä suurempi merkitys, kun avoimuusdirektiivin voimaansaattamisen yhteydessä laista poistuu kokonaan vaatimus laatia ensimmäisen ja kolmannen vuosineljänneksen osavuositarkastukset (ks. jakso 5.2).

¹⁶ Esimerkiksi jos listayhtiön markkina-arvo on alle 150 miljoonaa euroa tai jos listayhtiön liiketoiminnan luonne huomioiden sijoittajien riittävä tiedonsaanti voidaan turvata kyseisellä selvityksellä.

Myös monet kilpailut, joissa arvioidaan sijoittajainformaation laatua ja laajuutta, voivat hyvästä tavoitteestaan huolimatta lisätä hallinnollista taakkaa myös niissä yhtiöissä, jotka eivät osallistu kilpailuihin. Raportteja saatetaan laajentaa kilpailuissa menestymiseksi, ja laajemmasta sisällöstä voi muodostua uusi standardi. Hallinnollisen taakan rajaamiseksi onkin olennaista, että keskeisimpien raporttien minimisisältö on selvästi määritelty.

On tärkeää, että listayhtiöt arvioivat, voivatko ne toimintamallejaan kehittämällä keventää hallinnollista taakkaansa. Arvioinnin piiriin voivat kuulua vuosikertomuksen tarpeellisuus, osavuosikatsausten ja yritysvastuuraportoinnin laajuus, yhtiökokouskutsumenettelyt sekä eri kieliversioiden laatiminen ja laajuus. Niin ikään on tärkeää, että eri sääntelijätahot (Finanssivalvonta, Arvopaperimarkkinayhdistys ja Pörssi) huolehtivat siitä, ettei listayhtiöiltä edellytetä raportteja tai ilmoituksia, joille ei ole todellista tarvetta markkinoiden luotettavan toiminnan kannalta.

On myös tärkeää, että avoimuusdirektiivin voimaansaattamisen valmistelemiseksi käynnistetään keskustelu ensimmäisen ja kolmannen vuosineljänneksen osavuosikatsausten tarpeellisuudesta. Katsausten pakollisuudesta luopuminen tarjoaa mahdollisuuden hallinnollisen työmäärän vähentämiseen erityisesti keski- ja pienille listayhtiöille sekä yhtiöiden toimiala ja omistajakunta huomioon ottaen myös suuremmille listayhtiöille. Listayhtiöiden lisäksi keskusteluun on kutsuttava mukaan yhtiöiden omistajat, hallitukset ja erityyppiset sijoittajat. First North -markkinapaikalla kaupankäynnin kohteena olevat yhtiöt voivat jo nyt raportoida puolivuositain.

PÖRSSITIEDOTTAMISEN TEKNINEN TOTEUTUS

Pörssitiedotteiden muotovaatimukset ovat pysyneet pääosin ennallaan jo vuosia ja ovat joiltakin osin vanhentuneita. Paljon työtä aiheuttaa erityisesti taulukoiden lisääminen tiedotteisiin, koska tiedotteen leveys voi (tiedon jälleenmyyjien rajoitteista johtuen) olla korkeintaan 80 merkkiä ja leveät taulukot eivät siten mahdu yhdelle riville. Tämä vaikeuttaa leveiden taulukoiden luettavuutta. Säännöllisen tiedonantovelvollisuuden raporttien julkistamisen osalta riittää, että varsinaiseen pörssitiedotteeseen sisältyvät tiedot, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon, sekä tieto siitä, että raportti on kokonaisuudessaan julkistettu. Tiedotteessa on myös kerrottava, missä raportti on sijoittajien saatavilla. Säännöllisen tiedonantovelvollisuuden raportti tulee tällöin kokonaisuudessaan liittää pörssitiedotteeseen. Tällainen menettely soveltuu kuitenkin ainoastaan säännöllisen tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluvien raporttien julkistamiseen. Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluvan tiedon julkistaminen siten, että pörssitiedotteen osa korvataan hyperlinkillä tai liitetiedostolla, ei täytä vaatimusta tiedotteen julkistamisesta muokkaamattomana ja lyhentämättömänä. Vaatimus tiedotteen julkistamisesta muokkaamattomana ja lyhentämättömänä perustuu siihen, että tällaisella menettelyllä varmistetaan tiedon läpimeno loppusijoittajille.

- + **Selvitetään, voidaanko pörssitiedotteiden teknisiä vaatimuksia muutamalla yksinkertaistaa tiedotteiden julkistamismenettelyä.**

5.2 EU-sääntely

Finanssikriisin jälkeen pääomamarkkinat Euroopassa ja laajalti muillakin markkinoilla ovat kehittyneet heikosti. Tässä markkinatilanteessa kaikkea uutta yhtiöoikeudellista sääntelyä tulisi harkita ja analysoida tarkkaan ja erityisesti tilanteissa, joissa vain listayhtiöille luodaan lisävelvoitteita ja -kustannuksia suhteessa kaikkiin muihin osakeyhtiöihin.

Arvopaperimarkkinoihin kohdistuva lisäsääntely on perusteltua vain, jos sillä voidaan parantaa markkinoiden tehokkuutta ja sijoittajansuojaa. Sellaisten sääntöjen, joilla pyritään ensisijaisesti muihin kuin näihin tavoitteisiin, tulisi koskea kaikkia, määrätyt kriteerit täyttäviä yhtiöitä, myös listaamattomia.

Lukuisista EU-säädöshankkeista keskeisimmin listayhtiöiden hallinnolliseen taakkaan vaikuttavat seuraavat kolme hanketta: ei-taloudellisten tietojen raportointivelvoitteet, palkkioasioiden ja lähipiirikauppojen yhtiökokouskäsitteily ja avoimuusdirektiivin voimaansaattamiseen liittyvät kysymykset. Jäljempänä arvioidaan näiden hankkeiden vaikutuksia ja mahdollisia toimenpiteitä. Muita listayhtiöihin vaikuttavia tulevia EU-hankkeita ovat mm. kirjanpitosääntelyn sekä tilintarkastusjärjestelmän muutokset (tilintarkastajien rotaatio, tilintarkastukseen liittymättömien palveluiden kieltö) ja monimuotoisuusraportointi (mm. ikä, sukupuoli, koulutus). Toteutuessaan myös nämä hankkeet lisäävät listayhtiöiden hallinnollista työmäärää. EU:n komissio on lisäksi julkaissut Corporate Governance -raportoinnin laatua koskevan suosituksen, josta seuraa muutoksia suomalaisten listayhtiöiden hallinnointikoodiin.

EI-TALOUDELLISTEN TIETOJEN RAPORTOINTI JA TOIMINTAKERTOMUKSEN TILINTARKASTUS

EU:n komissio on lisäämässä suurten yhtiöiden ja yritysryhmien yritysvastuuraportointia vuosittaisen toimintakertomuksen liitteenä. Raportointi koskee ei-taloudellisia tietoja (ETT), kuten tietoja ympäristöasioita, sosiaalisista ja työntekijöihin liittyvistä seikoista, ihmisoikeuksien kunnioittamisesta sekä korruption ja lahjonnan torjuntaan liittyvistä seikoista. Raportointivelvoite perustuu kuitenkin ns. Comply or Explain -periaatteelle, jonka mukaan yhtiön tulisi perustella raportoimattomuuden syyt.

EU-parlamentti on huhtikuussa 2014 hyväksynyt ETT-raportointia koskevan direktiiviehdotuksen. Vuonna 2017 sovellettavaksi tuleva direktiivi koskee kaikkia yleisen edun kannalta olennaisia yhteisöjä, joissa on yli viisi sataa työntekijää. Suomessa näitä direktiivin velvoitteen piiriin kuuluvia listattuja tai listaamattomia yhtiöitä on arvioiden mukaan 80–90 kappaletta. Aiemmistä direktiiviluonnoksista poiketen nyt hyväksytty direktiiviehdotus pitää sisällään option mm. raportoitavien tietojen julkaisemistavasta. Raportti voitaisiin jäsenvaltion niin päättäessä julkaista erillisenä toimintakertomukseen kuulumattomana osana.

Suomessa käytössä olevat raportointi- ja tilintarkastuskäytännöt ovat painava peruste edellä mainitun jäsenvaltiokohtaisen option käyttämiselle. Jos ei-taloudelliset tiedot raportoitaisiin osana toimintakertomusta, ne kuuluisivat tilintarkastuksen piiriin ja tästä aiheutuisi merkittäviä lisäkustannuksia nykytilaan nähden.

Toimintakertomuksen tilintarkastus on suomalainen vaatimus, joka ei ole käytössä missään muissa EU-maissa kuin Suomessa ja Ruotsissa. Onkin perusteltua selvittää, voitaisiinko tästä tilintarkastusvelvoitteesta luopua. Tilintarkastusvelvoite aiheuttaa suomalaisille listayhtiöille lisähallintoa ja -kustannuksia muiden EU-maiden yhtiöihin verrattuna.

- + Ei-taloudelliset raportoitavat tiedot tulee jättää Suomessa toimintakertomuksen ulkopuolelle, jolloin niihin ei tarvitse kohdistaa tilintarkastusta.
- + Selvitetään, voidaanko eurooppalaisen käytännön mukaisesti toimintakertomuksen tilintarkastuksesta luopua.

PALKKIOASIOIDEN JA LÄHIPIIRIKAUPPOJEN YHTIÖKOKOUSKÄSITTELY

Euroopan komission vuonna 2012 julkistamaan yhtiöoikeuden ja hyvän hallinnoinnin toimintasuunnitelmaan sisältyy sääntelytavoite, jolla johdon palkkiot vietäisiin yhtiökokouskäsitteelyyn ("Say-on-Pay": yhtiökokous käsittelee ja hyväksyy johdon palkitsemispolitiikan kolmen vuoden välein ja palkkioraportin vuosittain).

Eurooppalaisessa mittakaavassa tarkastellen suomalaiset listayhtiöt selostavat avoimesti palkitseminen periaatteet. Tämä perustuu keskeisesti Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodiin, jota valvoo pörssi. Koodi edellyttää, että pörssiyhtiöt antavat internetsivuillaan asianmukaisen palkka- ja palkkioselvityksen.

Finanssikriisin myötä johdon palkitseminen on saanut laajaa huomiota ja paineet palkitsemisen sääntelyyn ja asetettaviin avoimuusvaatimuksiin liittyen ovat kasvaneet niin EU:n rajojen sisällä kuin globaalistikin. Erot pörssiyhtiöiden palkitsemisen määrissä ja rakenteissa ovat maittain suuria, ja ne osaltaan myös liittyvät laajempiin yhteiskunnallisiin rakenteellisiin eroihin. On arvioitu, että Suomessa ja myös laajemmin Pohjoismaissa johdon palkitseminen on keskimäärin maltillista verrattuna muihin EU-maihin ja erityisesti verrattuna Yhdysvaltoihin.

Suomessa tilanne on siis tällä hetkellä hyvä. Esitetystä uudistuksesta on käyty jonkin verran julkista keskustelua ja on jopa arvioitu, että palkitsemisasioiden siirtyessä yhtiökokouksen käsiteltäväksi avoimuuden taso saattaa laskea ja yhtiökokouskäsitteely johtaa yleisluontoisempiin palkitsemiskuvauksiin. Ruotsissa, jossa johdon palkitsemisen yhtiökokouskäsitteely on ollut käytössä pitkään, järjestelmää kritisoidaan usealta taholta ja sen sijoittajille tuoma lisäarvo on kyseenalaistettu.

Euroopan komissio ehdottaa osakkeenomistajien oikeuksia koskevan direktiivin (SHRD)¹⁷ muuttamista siten, että listayhtiön toimielinten palkitseminen ja yhtiön lähipiiriin kuuluvien tekemät transaktiot tulisi viedä yhtiökokouskäsitteelyyn. Listayhtiön hallituksen ja toimitusjohtajan palkitsemista koskevat palkitsemispolitiikka ja -raportti olisi hyväksyttävä yhtiökokouksessa. Määrämuotoinen palkitsemisraportti käsiteltäisiin varsinaisessa yhtiökokouksessa vuosittain.

SHRD-ehdotuksen mukainen yhtiökokouskäsitteelyn vaatimus tulisi koskemaan laajasti listayhtiöitä ja näin selvästi vaikuttamaan niiden hallinnollisen työn määrään. On hyvin kyseenalaista, miten palkkioasioiden yhtiökokouskäsitteely sopii nykyisen osakeyhtiölain mukaiseen toimivallan ja vastuun jakoon. Yhtiökokouskäsitteely aiheuttaa turhaa byrokratiaa ja hallinnollista työtä.

Edellä mainittuun SHRD-ehdotukseen sisältyy myös ehdotus tietynlaisten lähipiirikauppojen käsittelestä yhtiökokouksessa ennen kauppojen toteuttamista. Osa lähipiiriilieketoimista olisi lisäksi erikseen julkaistava yhdessä liiketoimen reiluutta ja järkevyyttä koskevan lausunnon kanssa. Lähipiiri määriteltäisiin sisällöltään kansainvälisten kirjanpitostandardien mukaan. Vaikka ehdotus sisältää esimerkiksi tiettyjen kauppojen ennakkollisen hyväksyttämismahdollisuuden ja konsernisuhteita koskevia jäsenvaltion päätettävissä olevia poikkeuksia, ehdotus johtanee lisäbyrokratiaan yhtiöiden toiminnassa. Ehdotus voisi lisätä kustannusten ohella merkittävästi listayhtiöiden toimenpiteitä tavanomaisten liiketoimintasopimusten tekemisessä esimerkiksi raaka-ainehankinnoissa ja voisi tuoda merkittävää lisätyötä niiden yhtiökokousten valmisteluun ja toteutukseen.

¹⁷ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2007/36/EY, annettu 11 päivänä heinäkuuta 2007, osakkeenomistajien eräiden oikeuksien käyttämisestä julkisesti noteeratuissa yhtiöissä.

- + Palkkioasioiden ja lähipiirikauppojen yhtiökokouskäsitteitä koskevan EU-direktiiviehdotuksen hallinnollista taakkaa lisääviä vaikutuksia on pyrittävä ehkäisemään sekä EU-tasolla että tarvittaessa kansallisen implementoinnin yhteydessä.

AVOIMUUSDIREKTIIVIN VOIMAANSAATTAMINEN SUOMESSA

Avoimuusdirektiiviin perustuva neljännesvuosittainen raportointivelvoite poistuu EU-alueella. Pörssiyhtiöt julkistavat jatkossa tilinpäätöksen ja puolivuotiskatsauksen.

Direktiivi mahdollistaa tietyin edellytyksin kansallisesti tiukempien säännösten käyttämisen eli tiuhemman raportointivelvoitteen. Edellytyksenä on, ettei tiukemmilla säännöksillä saa aiheuttaa suhteetonta taloudellista raskautta kyseisessä jäsenvaltiossa erityisesti pienille ja keskisuurille yhtiöille. Mahdollisen lisäraportoinnin sisällön on oltava merkityksellinen sijoittajien sijoituspäätösten perusteille kyseisessä jäsenvaltiossa. Ennen mahdollisten lisävaatimusten asettamista kyseisen jäsenvaltion on arvioitava, johtavatko lisävaatimukset lyhyen aikavälin taloudellisen tuloksen liialliseen korostamiseen tai vaikuttavatko ne kielteisesti pienten ja keskisuurien yhtiöiden listautumisedellytyksiin. Edellä olevasta poiketen jäsenvaltio voi kuitenkin edellyttää kansallista lisäraportointia rahoituslaitoksilta ilman edellä olevia lisävaatimuksia. Direktiivi muuttaa myös tilinpäätöksen ja puolivuotiskatsauksen julkistamisaikoja.

On tärkeää varmistaa, että Suomen lainsäädännössä noudatetaan direktiivin pääsäännön mukaista raportointitiheyttä ja julkistamisaikoja, eikä kansallisia lisävelvoitteita tule asettaa.

- + Avoimuusdirektiivin mukainen säännöllinen tiedonantovelvollisuus on saatettava Suomessa voimaan ilman, että kansallisia lisävaatimuksia otetaan käyttöön. Tällöin laista poistuu velvoite laatia neljännesvuosittaiset osavuotiskatsaukset.

5.3 Lainsäädäntö ja viranomaiset

VIRANOMAISÄÄNTELY

Sääntely ja ohjeistus koetaan yleensä riittävänä, mutta siihen kohdistuu myös ristiriitaisia odotuksia: isoille yhtiöille riittäisi pelkkä arvopaperimarkkinalaki, pienemmät yhtiöt kaipaavat käytännönläheisempää ohjeistusta. Uskottavuuden saavuttaminen on tärkeää myös pienemmille yhtiöille ja nykyinen First North -sääntelytaso turvaa sen.

On todennäköistä, että EU-asetusten ja ESMA:n (European Securities and Markets Authority) ohjeiden määrän kasvaessa Finanssivalvonta vastaavasti purkaa omaa ohjeistustaan. Ensiarvoisen tärkeää on myös näiden EU-tason säännösten yhtenäisen soveltamisen varmistaminen koko Euroopan Unionin alueella.

Viranomaisten roolin muutos EU-asetusten ja ESMA:n sääntelyn uudessa kehikossa on haaste viranomaisille. On tärkeää, että valtiovarainministeriö lainsäädäntövalmistelussa ja Finanssivalvonta soveltavassa sääntelyssä varmistavat, että uusi EU-sääntely (muun muassa Market Abuse Regulation) saa riittävän tunnettuuden Suomessa ja että sen soveltaminen suomalaisessa säännösympäristössä on käyttäjille selkeätä.

Uusi arvopaperimarkkinalaki toi Finanssivalvonnan käytettäväksi merkittävästi aikaisempaa laajemmat ja ankarammat hallinnolliset seuraamukset. On tärkeää, että Finanssivalvonta painottaa toiminnassaan ennakoivaa valvontaa. Tällöin hallinnolliset sanktiot tulisivat käytettäviksi vain yksittäistapauksissa. On selvää, että sanktioiden julkistaminen ja siihen liittyvä mediamylläkkä luovat kielteistä mielikuvaa julkisilla markkinoilla toimimisesta.

ESITTEET

Täysimittaisen listalleottoesitteen laatiminen vaatii huomattavan työpanoksen ja aiheuttaa merkittävän kustannuksen. Kasvava ja osakepääomaansa lisäävä listayhtiö voi joutua laatimaan vuodessa tilinpäätöksen ja kolmen osavuosikatsauksen lisäksi yhdestä kolmeen esitettä. Listayhtiöt kokevat usein esitteen laatimisen ylimääräisenä hallinnollisena taakkana, esimerkiksi yrityskauppoihin liittyvien suunnattujen antien yhteydessä.

Esitteiden sisältövaatimukset perustuvat EU:n esiteasetukseen, jossa on erikseen määritelty tietyt kevennetyt vaatimukset mm. merkintäoikeusanteihin. Kevennetty menettely koskee kuitenkin asetuksen mukaan osakkeiden lukumäärän perustuen vain tilanteita, jossa listalle haetaan osakkeita, jotka ovat alle 10 prosenttia jo listalla olevien osakkeiden määrästä. Sääntelyä ja siihen sisältyvää poikkeusmahdollisuutta tulkitaan tällä hetkellä tiukasti niin, ettei 10 prosentin osakemäärän ylittävissä tilanteissa voida käyttää kevennettyä esitemenettelyä. Näin ollen esimerkiksi suunnatuissa aneissa, joissa ylitetään yrityskaupan yhteydessä 10 prosentin osakeraja, listalleottamista varten on laadittava täysimittainen esite.

Sääntely sisältää mahdollisuuden, että yhtiöt voivat tietyin edellytyksin ja Finanssivalvonnan suostumuksella jättää esitteestä pois tietyt vähämerkitykselliset tiedot. Käytännön tasolla esitteisiin tarvitaan kuitenkin nykyisääntelyä laajemmin sisällön lyhentämistä ja tiivistämistä sekä laajempia poikkeusmahdollisuuksia. Näiden avulla yhtiöiden työmäärä vähentyisi ja tarpeelliset tiedot olisivat kuitenkin sijoittajien saatavilla. EU-tasolla onkin ajettava nykyistä laajempia poikkeusmahdollisuuksia ja tarkoituksenmukaisia tulkintakäytäntöjä esitteen laatimisvelvoitteisiin. Nämä kohdistuisivat esimerkiksi suunnattuihin anteihin, perättäisiin esitteisiin, viittaustekniikan sallimiseen ja kevennettyihin sisältövaatimuksiin.

- + Suomen on ajettava EU-tasolla nykyistä laajempia poikkeusmahdollisuuksia listayhtiöiden esitteiden laatimisvelvoitteisiin.

5.4 Pörssin ja Arvopaperimarkkinayhdistyksen itsesääntely

Pörssin itsesääntelyä pidetään toimivana. Pörssi järjestää säännöllisesti koulutusta listayhtiöille, mutta yhtiöt voisivat nykyistä enemmän olla itse aktiivisesti yhteydessä Pörssiin, joka mielellään neuvoo sääntöjen tulkinnassa ja tarjoaa räätälöityä koulutusta.

Arvopaperimarkkinayhdistyksen nykyinen ohjeistus koetaan hyödylliseksi listayhtiöiden kannalta. Raportissa ehdotetaan, että Arvopaperimarkkinayhdistys laatii uusia tarpeelliseksi katsottuja raporttimalleja listayhtiöiden käyttöön (ks. jakso 5.1). Arvopaperimarkkinayhdistyksen markkinatapalautakunnan ja ostotarjouslautakunnan roolia ja näkyvyyttä olisi kuitenkin vahvistettava. Lautakuntien olisi myös tarpeen mukaan ryhdyttävä proaktiivisiin toimenpiteisiin sääntelyn ja käytänteiden kehittämiseksi.



NASDAQ OMX[®]