

PÄÄOMAMARKKINASTRATEGIA

Suomen pääomamarkkinoiden kehitystarpeet



PÖRSSISÄÄTIÖ
BÖRSSTIFTELSEN

porssisaatio.fi



TAVOITTEENA VALTIOVALLAN JA MARKKINATOIMIJOIDEN VÄLINEN YHTEISTYÖ

- Luodaan kansallinen pääomamarkkinastrategia
- Vahvistetaan Suomen ennakkollista EU-vaikuttamista
- Koordinoidaan talousosaamisen edistämistä kansallisesti
- Tuetaan kotitalouksien osallistumista pääomamarkkinoille

KOTITALOUKSIEN ROOLIN VAHVISTAMINEN

- Lisätään talousasioiden opetusta ala-asteelta lähtien peruskoulussa. Taloustietoa tulee opettaa jo ala-asteella ja yläasteella joko täysin omana aineenaan tai nykyistä vahvemalla painotuksella osana muita oppiaineita
 - Toisella asteella osakesäästämiseen ja sijoittamiseen liittyviä taloustiedon pakollisia oppikokonaisuuksia tulee sisällyttää sekä lukion että ammatillisten oppilaitosten opetussuunnitelmiin
 - taloustiedon kysymyksiä tulee sisällyttää myös ylioppilastutkintokokeeseen
- Lisätään opettajien talouskoulutusta sekä opettajakoulutuksen aikana että myöhemmin

SÄÄSTÄMISEEN JA OMISTAMISEEN KANNUSTAMINEN

- Osakesäästötilin verotus yhdenmukaistetaan sijoitusrahasto-osuuksien verotuksen kanssa
- Tililtä varoja nostettaessa tappioiden ja voittojen verokohtelun tulee olla symmetristä
- Mahdollisesta osakesäästötilillä hankintameno-olettaman käyttö
- Sallitaan useamman osakesäästötilin avaaminen ja poistetaan talletuskatto
- Lanseerataan Lapsen Osakesäästötili
- Helpotetaan osakkeenomistajaoikeuksien käyttämistä

KASVURAHOITUKSEN TURVAAMINEN JA PÄÄOMAMARKKINOIDEN KEHITTÄMINEN

- Parannetaan sijoitustutkimuksen saatavuutta
- Helpotetaan osakkeenomistajaoikeuksien käyttämistä ja osakkeenomistajien osallistumista osakeantoihin
- Täsmennetään valtion omistajaohjausta
- Parannetaan vähemmistöosakkeiden lunastusmenettelyä
- Säädetään julkisista ostotarjouksista ja liputusvelvollisuudesta monenkeskisellä kaupankäyntijärjestelmällä

KANNUSTAMINEN LISTAUTUMAAN

- Helpotetaan listautumisprosessia
- Listattujen ja listaamattomien yhtiöiden verokohtelun yhdenmukaistaminen
- Ei-strategisten valtionyhtiöiden listaaminen pörssiin ja mahdollisten valtion osakemyyntien toteuttaminen ensisijaisesti pörssiin kautta



**PÖRSSISÄÄTIÖ
BÖRSSTIFTELSEN**

Esipuhe

Suomessa pääomamarkkinat ovat viime vuosikymmeninä kansainvälistyneet merkittävästi. Noin puolet sijoittajista on ulkomaisia, Helsingin Pörssistä on tullut NASDAQ OMX Helsinki ja Arvopaperikeskuksesta Euroclear Finland. Viime vuosina koetut kriisit ovat osoittaneet kansallisten markkinoiden toimivuuden ja resilienssin tärkeyden.

Markkinaosapuolet ja viranomaiset ovat Suomessa luoneet hyvän, epävirallisen keskusteluyhteyden, joka onkin pienen maan kannalta välttämätön kilpailutekijä. Viranomaisten ja markkinoilla toimivien tahojen on kuitenkin syytä kehittää yhteistoimintamallejaan, jotta Suomessa on myös jatkossa pääomamarkkinat ja niiden ylläpitämiseen tarvittava kriittinen infrastruktuuri. Yhteinen keskustelu on tarpeen mm. kansallisen pääomamarkkinastrategian kehittämiseksi. Pääomamarkkinoiden sääntely on nykyään pitkälti eurooppalaista lainsäädäntöä. Kansallista pääomamarkkinastrategiaa tarvitaan myös Suomen EU-vaikuttaminen tavoitteiden kirkastamiseen. EU-vaikuttamisessa tulisi pyrkiä entistä enemmän proaktiiviseen ennakkolliseen vaikuttamiseen reaktiivisen vaikuttamisen sijaan. Tähän tarvitaan kansallisen pääomamarkkinastrategian lisäksi riittävät resurssit lainvalmistelutyöhön ja syvempää dialogia eri markkinatoimijoiden ja viranomaisten välille.

Suomessa tulisi koordinoita talousosaamisen edistämistä aiempaa selkeämmin ja avoimemmin kaikki toimijat osallistaen. Nyt toimijoita on useita. Myös tehtävää on paljon, mutta päällekkäisen työn välttämiseksi – ja jotta tarpeelliset asiat tulisi tehtyä – on kansallinen koordinoiminen tärkeää.

Kotimaiset kotitaloudet ovat tärkeitä sijoittajia. Kotitaloudet omistavat yhteensä noin 22 prosenttia pörssiyhtiöidemme osakkeista. Kotitaloudet ovat myös uskollisia omistajia, kuten vuoden 2008 finanssikriisin ja koronapandemian oloissa nähtiin. Omistajien kansallisuudella ja heidän johtotehtäviin valitsemillaan henkilöillä on merkitystä tehtäessä yritystä koskevia päätöksiä. Omistajien ja hallituksen kansallisuus vaikuttaa päätöksiin, esimerkiksi siihen, mihin maihin työpaikkoja synnyttävät investoinnit tehdään.

Pörssitalossa tammikuussa 2023

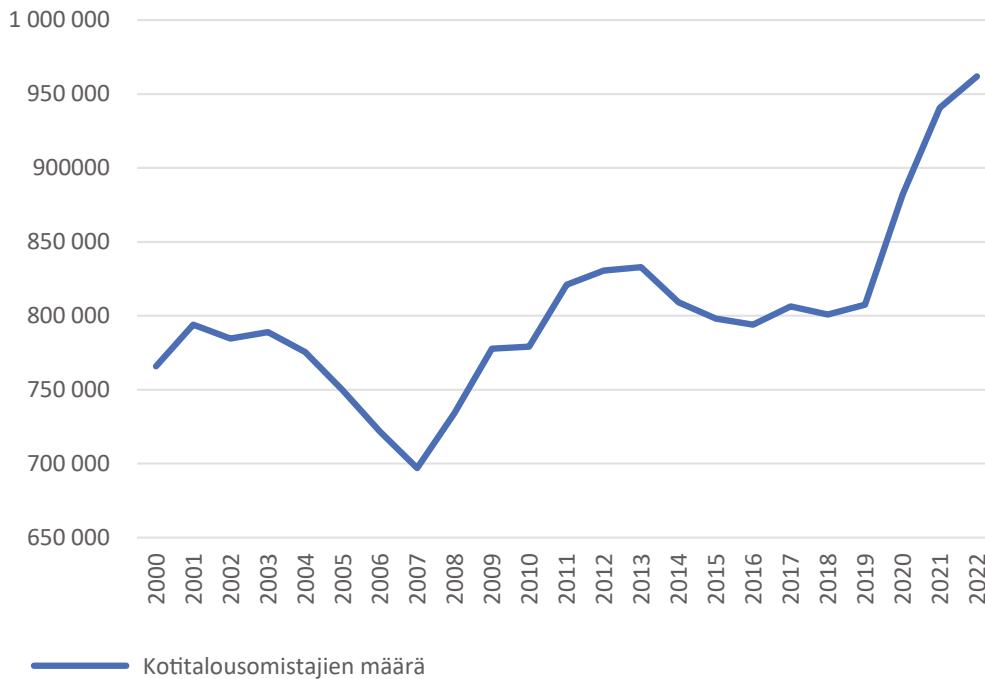
Sari Lounasmeri
toimitusjohtaja
Pörssisäätiö

Jesse Collin
lakijohtaja
Pörssisäätiö

Sisältö

ESIPUHE	3
1. KOTITALOUKSIEN ROOLIN VAHVISTAMINEN	5
2. SÄÄSTÄMISEEN JA OMISTAJUUTEEN KANNUSTAMINEN	8
3. YRITYSTEN KASVURAHOITUKSEN TURVAAMISEEN TARVITTAVAT PÄÄOMAMARKKINALAINSÄÄDÄNNÖN MUUTOKSET	12
4. YRITYSTEN KANNUSTAMINEN LISTAUTUMAAN	16

1. Kotitalouksien roolin vahvistaminen



Kuvio 1. Kotitalousosakkeenomistajat, jotka omistavat suomalaisia osakkeita. Suomessa on noin miljoona osakkeenomistajaa

Lähde: Euroclear Finland

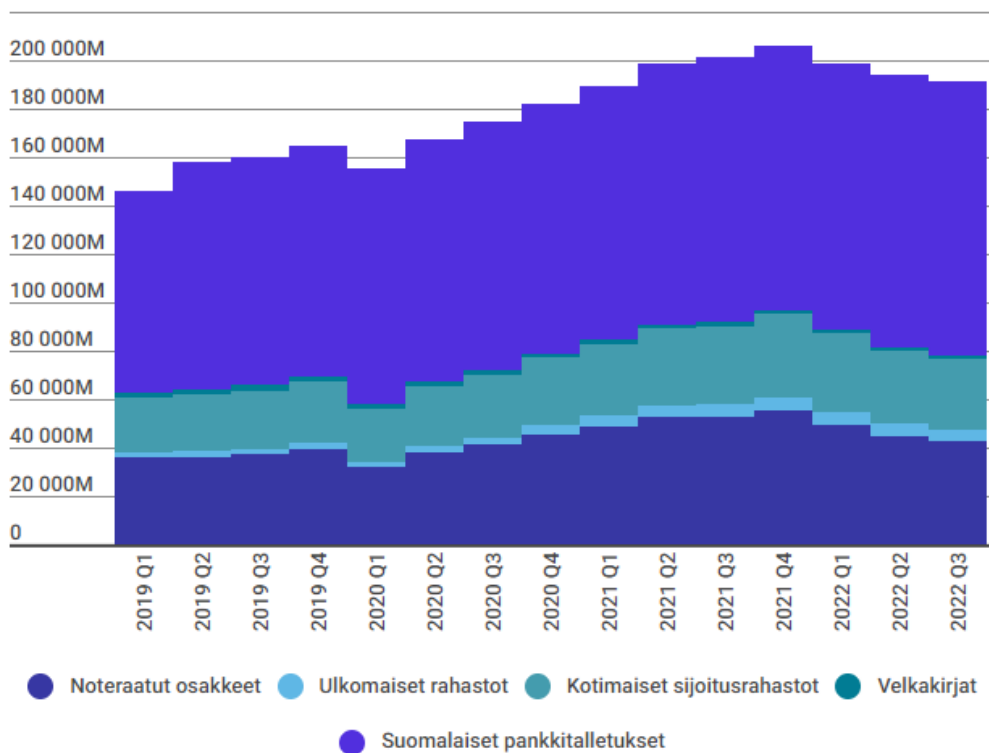
Suurin osa kotitalouksien rahoitusvarallisuudesta on edelleen pankkitalletuksissa (kuviot 2). Euroopassa, myös Suomessa, on kehittyneiden maiden kotitalouksien korkeimpia säästöasteita, mutta pääomamarkkinoille kotitaloudet osallistuvat vähemmän kuin muissa kehittyneissä talouksissa. Koska kotitaloudet osallistuvat pääomamarkkinoille heikommin, yritykset eivät saa riittävästi kasvurahoitusta. Toisaalta kotitaloudet eivät pysty vaurastumaan riittävästi varautuakseen elämän riskeihin.

Tutkimustulokset osoittavat, että osakemarkkinoiden tuotto on historiallisesti ollut useita vaihtoehtoisia sijoituskohteita parempi. Muun muassa Helsingin Pörssin tuottoja vuosina 1912–2019 kartoittava tutkimus¹ totesi, että pörssiosakkeiden keskimääräinen vuotuinen tuotto kyseisenä ajanjaksona oli 17,22 prosenttia.

Mikäli tästä poistetaan inflaation vaikutus, jää keskimääräiseksi vuosituotoksi 9,78 prosenttia. Näin ollen osakkeisiin pitkäaikaisesti sijoittava yksityishenkilö saa mahdollisuuden sijoituksensa arvonnousuun ja vaurastumiseen.

Kansan vaurastuessa yhä useampi suomalainen miettii, kuinka varansa sijoittaisi. Useat yksityishenkilöt eivät mielestään tiedä sijoittamisesta tarpeeksi pystyäkseen tekemään päätöksiä esimerkiksi osakkeiden ostamisesta. Kansalaiset tarvitsevat talousosaamista eli tietoa säästämisestä ja sijoittamisesta oman taloudenpitoensa pohjaksi. Talousosaamiseen liittyy mm. peruskäsitteiden hallinta (korko, inflaatio ym.), markkinoiden ja niillä toimivien tahojen tunteminen (kuka antaa lainaa, mistä ja miten osakkeita ostetaan jne.) sekä kyky lukea taloudellista tietoa ja tehdä sen pohjalta oman talouden hallintaan liittyviä päätöksiä. Talousosaamista tarvitaan nykymaailmassa toimimiseen: esimerkiksi asuntolaina koskettaa jossain vaiheessa elämää lähes jokaista, ja pikavipit ovat nopeasti yleistyneet. Myös säästäminen omaa tulevaisuutta, kuten eläkepäiviä, varten on tärkeää. Säästämisen ja säästöjen sijoittamisen pohjaksi tarvitaan tietoa. Oman talouden hallinta on myös riskien hallintaa. Hyvän talousosaamisen avulla on mahdollista suunnitella henkilökohtaista taloutta ja varautua ennalta erilaisiin henkilökohtaisiin muutoksiin kuten työttömyyteen ja sairastumiseen tai maailman talouden muutoksiin kuten korkotason nousuun.

1 Nyberg & vaihekoski (2010): "A new value-weighted total return index for the Finnish stock market" (päivitetty 1/2020).



Kuvio 2.
Kotitalouksien varallisuus.

Lähde: Suomen Pankki

Suomessa koulujärjestelmä takaa kansalaisille tasa-vertaiset perustiedot ja -taidot. Talousosaamisesta on tullut tärkeä perusosaamisalue, joka parhaiten omakсутaan lapsuusiässä, osana koulun oppimäärää. Suomi on yleensä menestynyt erinomaisesti kansainvälisissä koululaisten osaamista mittaavissa tutkimuksissa, joista tunnetuin on PISA-tutkimus. Talousosaamisen merkitystä kuvaa se, että PISA-tutkimukseen on lisätty talousosaamista mittaava osuus. Useat maat ovatkin lisänneet koululaisten talousopetusta.

Yksityissijoittajat ovat myös yhä kiinnostuneempia vastuullisesta sijoittamisesta, joten osakesäästämisen ja talousosaamisen edistäminen tukee myös pääomien kanavoimista vihreää siirtymää tukeviin sijoituskohteisiin. Yksityissijoittajat ovat myös Suomessa merkittävä ja pitkäjänteinen osakkeenomistajaryhmä. Jos kotitalouksien osallistumista pääomamarkkinoille vahvistetaan, tämä on omiaan edistämään pääomien kanavoimista kestävään yritystoimintaan.

Talousosaamisen edistämisessä on kyse myös tasa-arvokysymyksestä. Esimerkiksi osakkeenomistajista vain noin kolmannes on naisia ja yksityishenkilöiden euromääräisestä osakevarallisuudesta vielä pienempi osuus on naisilla. Tutkimusten mukaan juuri naiset ja nuoret ovat kiinnostuneita vastuullisesta sijoittamisesta. Lisäämällä talousosaamista kaikille yhteiseen opetukseen opetus suunnitelmassa, kannustamme vastuullisesti sijoittamisesta kiinnostuneita henkilöitä osallistumaan pääoma-

markkinoille. Tämä on omiaan tukemaan vastuullista sijoittamista.

Hyvä talousosaaminen vahvistaa myös finanssisektoriamme helpottamalla koulutetun työvoiman saantia. Pankit, vakuutusyhtiöt, sijoituspalveluyritykset, rahastoyhtiöt, eläkevakuutusyhtiöt ja muut markkinatoimijat tarvitsevat työntekijöitä, jotka hallitsevat finanssiasioiden perusteet.

Mitä pitäisi tehdä talousosaamisen vahvistamiseksi?

Koululaisille opetetaan taloustietoa yhteiskuntaopin yhteydessä. Muissa maissa taloustiedon opetus on usein matematiikan opettajien vastuulla. Suomessa taloustietoa opetetaan peruskoulun yhdeksännellä luokalla sekä lukiossa yhden kurssin verran. Lisäksi joissakin kouluissa tarjotaan halukkaille ylimääräistä taloustiedon opetusta. Tämä ei kuitenkaan riitä. Talousosaaminen on perustaito, jota tulisi opettaa peruskoulun ala-asteelta lähtien. Koska talouselämä kehittyy jatkuvasti, on osaamisen päivittäminen tärkeää opettajillekin. Peruskoulussa taloustietoa opettavat yhteiskuntaopin opettajat. Lisäksi talousasiat sopivat hyvin elävöittämään erityisesti matematiikan opetusta. On tärkeää, että opettajien osaaminen on kattavaa, ja että talousasioita opetetaan sekä omana aineenaan että soveltuvasti muiden aineiden osana.

Seuraavan opetussuunnitelmauudistuksen yhteydessä tulisi lisätä talousopetusta, ja etenkin osakesäästämiseen liittyvää opetusta, sekä peruskoulussa että toisella asteella. Oppivelvollisuusiän nostaminen tuo mahdollisuuden tuoda koko ikäluokalle toisella asteella yhteisiä oppisisältöjä.

Taloulosaamisen lisääminen osaksi opetusohjelmaan edistää yhteiskunnan kannalta tärkeitä tavoitteita, kuten yhdenvertaisuutta ja tasa-arvoa. Taloulosaaminen liittyvät taidot ovat myös kriittisiä talouden vihreän siirtymän tukemisessa.

Tähän asti talousasioita on lisätty asteittain osana perinteisiä oppiaineita, mutta talousasioiden opettaminen on yhä varsin suppeaa. Varsinaista osakesäästämistä ei juuri opeteta koulussa.

Erityisen tärkeää on sisällyttää opetussuunnitelmaan osakesäästämiseen, sijoitussuunnitelman tekemiseen ja laajapohjaiseen omistajuuteen liittyviä sisältöjä, joita nykyisellään ei opeteta koulussa. Lähtökohtaisesti taloulosaamisen tulisi olla itsenäinen oppiaine, joka olisi kaikille pakollinen.

Talousopetus on tärkeä integroida osaksi pakollista kaikille yhteistä oppiainetarjontaa, koska taloulosaamisen edistämässä on kyse ennen kaikkea yhdenvertaisuuden ja tasa-arvon edistämisestä. Tutkimusten mukaan talousasenteet periytyvät kotoa, joten taloulosaamisen lisääminen osaksi pakollista kouluopetusta on tehokas keino edistää yhdenvertaisuutta. Pakollisella taloulosaamisen opetuksella voidaan tavoittaa oppilaat, jotka eivät tiedä haluavansa opiskella talousasioita. Vapaaehtoisuus ei siis riitä edistämään yhdenvertaisuutta, koska vapaaehtoisella taloulosaamisen opettamisella ei tavoiteta niitä oppilaita, jotka tarvitsevat taloulosaamisen opetusta eniten.

Taloulosaamisen edistämässä on kyse myös tasa-arvokysymyksestä. Esimerkiksi osakkeenomistajista vain noin kolmannes on naisia ja yksityishenkilöiden euromääräisestä osakevarallisuudesta vielä pienempi osuus on naisilla. Jokaisella tulisi olla tasavertainen mahdollisuus vaurastua, joten koulussa tulisi opettaa budjetointia, kertoa korkoa korolle -ilmiöstä ja tehdä yhdessä ensimmäinen luonnos omasta sijoitussuunnitelmasta. Taloulosaaminen osana pakollista opetusta edistäisi näin ollen tasa-arvoa, koska opetus tavoittaisi koko ikäluokan.

Vihreän siirtymän menestyksekkäs toteuttaminen edellyttää mittavaa yksityisten pääomien kanavoimista keskeisiin sijoituskohteisiin, sillä julkisilla investoineilla yksinään ei ole mahdollista saavuttaa Pariisin sopimuksen tavoitteita. Tällöin myös kotitalouksilla on merkittävä rooli vastuullisen yritystoiminnan edistämässä, sillä jo

nykyisellään kotitaloudet ovat Helsingin pörssin suurin kotimainen osakkeenomistajaryhmä. Opetusohjelmassa tulisi taloulosaamisen yhteydessä opettaa nuorille vastuullista sijoittamista ja osakkeenomistajavaikuttamisen perusteita, että tulevilla osakesäästäjäsukupolvilla on hyvät edellytykset tukea vihreää siirtymää omilla sijoitusvalinnoillaan ja muilla taloustoimillaan.

Myös aikuisten taloustietämys kaipaa parannusta. Jokainen tarvitsee taloulosaamista hallitakseen omaa taloutaan. Aikuisväestön kohdalla mediassa käydyllä julkisella keskustelulla ja median kautta annetuilla tiedoilla ja neuvoilla on suuri merkitys. Aikuisille järjestetään kursseja, ja tietoa löytyy eri organisaatioiden verkkosivuilta. Suomessa ei kuitenkaan ole selkeästi määritelty tahoa, joka vastaa taloulosaamisen edistämisestä. Useissa muissa maissa on viranomaisten kesken määritelty taloulosaamisesta vastaava tahon. Nyt useat yksityiset toimijat pyrkivät täyttämään tarvetta, mutta toiminta on koordinoimatonta.

TAVOITTEET

- Lisätään talousasioiden opetusta ala-asteelta lähtien peruskoulussa taloustietoa tulee opettaa jo ala-asteella ja yläasteella joko täysin omana aineenaan tai nykyistä vahvemmalla painotuksella osana muita oppiaineita
 - Toisella asteella osakesäästämiseen ja sijoittamiseen liittyviä taloustiedon pakollisia oppikokonaisuuksia tulee sisällyttää sekä lukion että ammatillisten oppilaitosten opetussuunnitelmiin
 - taloustiedon kysymyksiä tulee sisällyttää myös ylioppilastutkintokokeeseen
- Lisätään opettajien talouskoulutusta sekä opettajakoulutuksen aikana että myöhemmin

2. Säästämiseen ja omistajuuteen kannustaminen

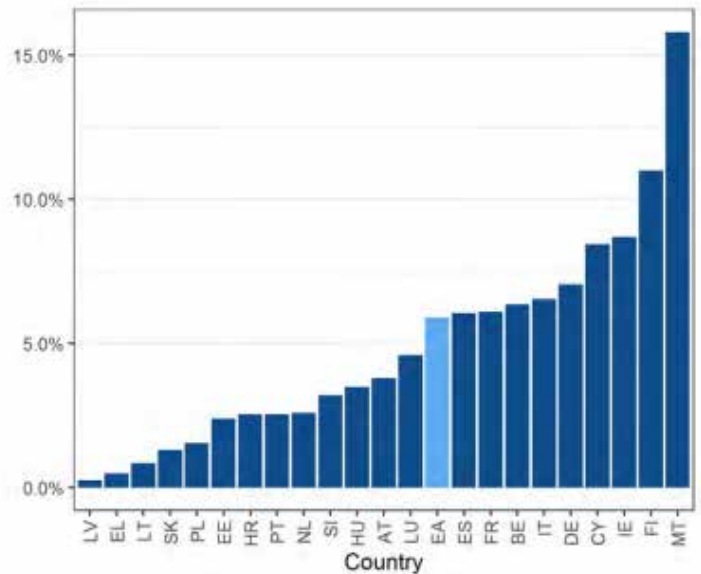
Suomessa, kuin myös laajemmin Euroopassa, kotitalouksien säästöaste on yksi maailman korkeimmista, mutta yksityissijoittajien osallistuminen pääomamarkkinoille on kuitenkin edelleen hyvin vähäistä muihin kehittyneisiin talouksiin verrattuna. Yksityissijoittajien suurempi osallistuminen pääomamarkkinoille kanavoisi säästöjä yrityksille ja parantaisi niiden mahdollisuutta saada oman pääomanehdoista rahoitusta pääomamarkkinoilta sekä vaurastuttaisi kotitalouksia.

Suomi on omistamisen tasa-arvoisuudessa Euroopan kärkeä: suomalaisten kotitalousosakkeenomistajien määrä on väkilukuun suhteutettuna Euroopan suurimpia. (Kuvio 3) Sen sijaan kotitalouksien sijoitusten arvoa suomalaiset jäävät hieman EU:n jäsenvaltioiden keskiarvon alle. (Kuvio 4) Voisi todeta, että suomalaiset ovat aktiivisia sijoittamaan, mutta meidän kotitalouksiemme sijoitusvarallisuus on vielä pientä.

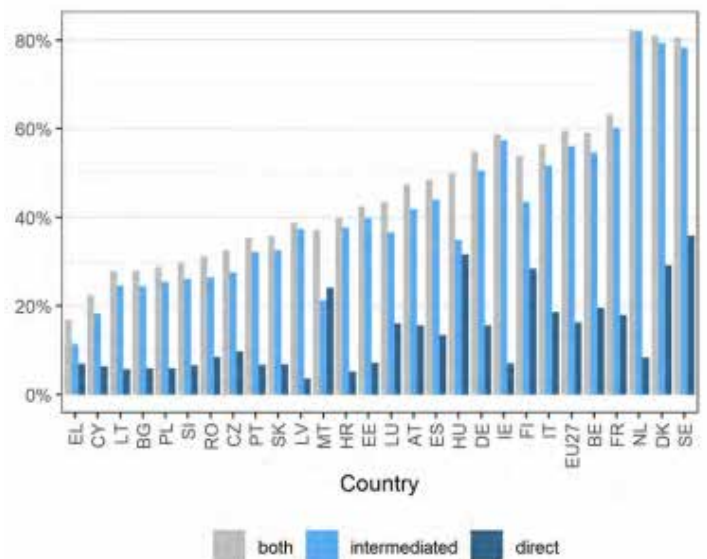
Kansallisvarallisuuden kasvusta huolehtiminen edellyttää, että yhteiskunta kannustaa kansalaisia säästämiseen ja omistajuuteen. Tulevaisuudessa työeläkkeen taso tulee olemaan aiempaa riippuvaisempi työuran pituudesta ja kasvavasta eliniästä. Toivotun elintason ylläpitämiseksi jokaisen tulisi säästää eläkepäiviensä varalle. Säästäminen tukee myös yhteiskuntaa, joka tarvitsee tulevaisuudessa aiempaa enemmän myös yksityisvarallisuuden resursseja ikääntyvän väestön hoitamiseen.

Säästäminen tarkoittaa oman taloudellisen tulevaisuuden suunnittelemista ja hallitsemista. Yksittäisten kansalaisten tekemät sijoituspäätökset vaikuttavat sekä heidän omaan tulevaisuuteensa että yhteiskuntaan. On hyvä pitää osa varallisuudesta matalariskisissä ja –tuottoisissa sijoituksissa, kuten pankkitileillä. Näin riski pääoman menettämisestä on erittäin pieni, ja varat ovat helposti käytettävissä milloin tahansa. Sijoittamalla varansa pankkitileille yritysten sijaan kotitaloudet eivät saa varoilleen parasta mahdollista tuottoa, eivätkä yritykset saa riittävästi suoraa rahoitusta toimintansa ylläpitämiseen ja kasvattamiseen. Sijoittamalla varallisuuttaan yrityksiin joko ostamalla pörssiyrityksen osakkeita, kotitaloudet saavat suuremman tuottomahdollisuuden, sillä sijoituksen arvo nousee yrityksen menestyksen myötä. Samalla suomalaisten pääomamarkkinoiden toimivuus kohenee, mikä auttaa kotimaisia yrityksiä saamaan riskipääomaa ja kasvamaan.

Osakesäästötili on osoittautunut menestykseksi: Suomessa on jo melkein miljoona osakkeenomistajaa, ja kotitaloudet ovat Helsingin pörssin suurin kotimainen osakkeenomistajaryhmä. Kansankapitalismia tulee yhä edistää kehittämällä osakesäästötiliä koskevaa lainsäädäntöä ja vakiinnuttamalla se kiinteämmin osaksi yhteiskuntamme rakenteita. Osakesäästötili on asetettava



Kuvio 3: Dispersion of financial securities holding in the population in 2017. (Share of households that directly hold bond or listed shares in total number of households. Average of share of households that hold bonds and that hold listed shares. EA = Euro area.) Lähde: Euroopan keskuspankki ja Euroopan komissio.



Kuvio 4: Direct and intermediated retail investment by households across EU member states in 2019. (Sum of volumes of bonds and listed shares and claims against non-bank financial intermediaries (investment funds and claims against insurance and pension funds) held by households relative to the sum of volumes of both direct asset holdings and claims against non-bank financial intermediaries and cash&deposits. It can also be read as 100% minus the ratio of cash&deposits to the sum of direct asset holdings and claims against non-bank financial intermediaries and cash&deposits.) Lähde: Eurostat ja Euroopan komissio.

tasavertaiseen asemaan muiden vastaavanlaisten sijoitustuotteiden kanssa, eli käytännössä yhdenmukaistettava osakesäästötilien sääntely ja verotus vastaamaan sijoitusrahasto-osuuksien sääntelyä ja verotusta. Lisäksi on lanseerattava vastasyntyneen lapsen osakesäästötili, jota on ehdotettu kotimaisen omistajuuden ohjelmassa.

Osakesäästötilin kehittäminen

Osakesäästötilin lanseeraaminen on osoittautunut menestykseksi. Yli 200 000 suomalaista avasi ensimmäisen puolentoista vuoden aikana osakesäästötilin. Vuoden 2022 kesäkuun lopussa osakesäästötiliä oli avattu jo lähes 287 000. Osakesäästötilit ovat kannustaneet erityisesti nuorempia sijoittajia osakesäästämiseen: Arvo-osuusjärjestelmää ylläpitävän Euroclear Finlandin tilastojen mukaan avaajista yli kolmasosa oli alle 30-vuotiaita ja yhteensä noin kaksi kolmasosaa alle 40-vuotiaita.

Osakesäästötililainsäädäntö oli kansankapitalismin edistämisen kannalta merkittävin tällä vuosituhannella tehty politiikkapäätös.

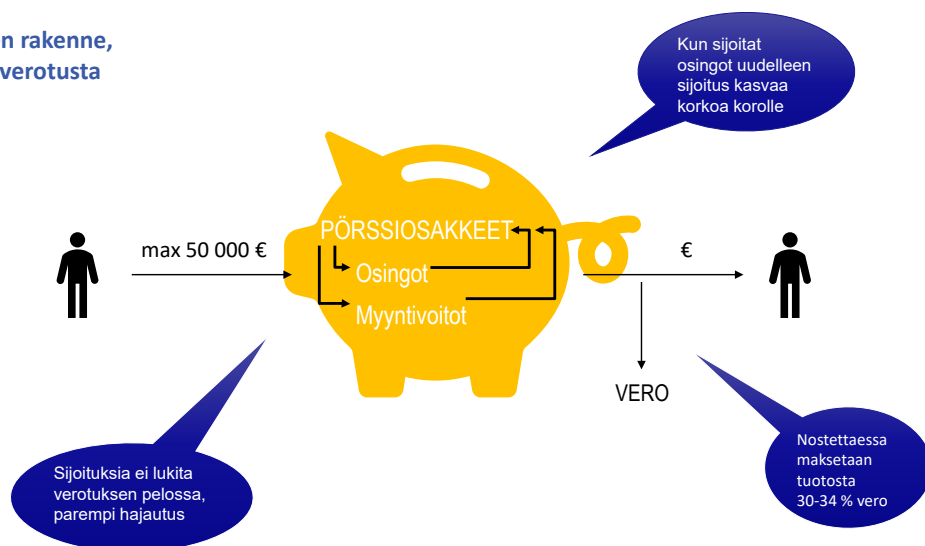
Osakesäästötilille saa tallettaa korkeintaan yhteensä 50 000 euroa. Oikeusjärjestelmässämme ei säännellä muiden sijoitusmuotojen tallennuskatkoa. Osakesäästötili on käytännössä myös ainoa nimenomaisesti yksityissijoittajille suunnattu sijoitustuote. Osakesäästötilin lähin vertailukohta on sijoitusrahastot, joten osakesäästötilin ja sijoitusrahastojen kohtelu tulisi verotuksen ja muun lainsäädännön osalta olla mahdollisimman lähellä toisiansa. Osakesäästötilin talletuskatto on ongelmallinen myös siitä näkökulmasta, että se käytännössä sitoo osakesäästäjän yhden palveluntarjoajan asiakkaaksi ja väärinää palveluntarjoajien välistä kilpailua.

Osakesäästötili on ainoa nimenomaisesti yksityissijoittajille suunnattu sijoitustuote. Sen lähin vertailukohta on sijoitusrahasto-osuudet, mutta osakesäästötiliä kohdistuu esimerkiksi rahasto-osuuksiin verrattuna perusteettomia rajoituksia ja verotukseen liittyviä epäkohtia. Osakesäästötili on asetettava tasavertaiseen asemaan muiden vastaavanlaisten sijoitustuotteiden kanssa.

Kuvio 5: Osakesäästötili

Osakesäästötili

Yksinkertainen rakenne, tilin sisällä ei verotusta



Valtion on tuettava kotitalouksien varaustumista kehittämällä osakesäästötilejä koskevaa lainsäädäntöä ja poistamalla osakesäästötilejä koskevat tarpeettomat kilpailun esteet erityisesti vallitsevassa taloustilanteessa, jossa julkinen sektori velkaantuu merkittävää vauhtia. Muutokset ovat omiaan tukemaan kotitalouksien vaurastumista keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä.

Osakesäästötilin verotus toimii pääasiassa samalla tavalla sijoitusrahastoissa. Sijoittaja maksaa pääomatuloveroa tuotoista siinä vaiheessa, kun hän nostaa varoja pois osakesäästötililtä. Vastaavasti sijoitusrahastojen kasvuosuuksista maksetaan veroa vasta rahasto-osuuden myynnin yhteydessä. Osakesäästötililtä nostettavien varojen verotuksen ja sijoitusrahasto-osuuksien myynnin verotuksen keskeinen ero on se, että sijoitusrahasto-osuuksien myyntivoiton verotuksessa voi tietyin edellytyksin myyntihinnasta vähentää ostohinnan sijaan hankintameno-olettaman. Alle kymmenen vuotta omistettujen rahasto-osuuksien hankintameno-olettama on 20 % rahasto-osuuden myyntihinnasta ja vähintään 10 vuotta omistettujen rahasto-osuuksien hankintameno-olettama on 40 % myyntihinnasta.

Etenkin inflaation kasvettua merkittävästi, tulevina vuosina osakesäästötileiltä nostettavien varojen verotuksesta voi useissa tapauksissa muodostua kohtuuttoman ankaraa verrattuna siihen, että yksityissijoittaja olisi harjoittanut arvopaperisäästämistä sijoittamalla rahasto-osuuksiin osakesäästötilin sijaan. Keskenään vastaavanlaisten sijoitustuotteiden verotuksen tulisi olla neutraalia. Tästä syystä on sallittava hankintameno-olettaman käyttäminen osakesäästötililtä nostettavien voittovarojen verotuksessa.

Osakesäästötili on myös ainoa sijoitustuote, joiden määrää on lainsäädännöllä rajoitettu. Useamman osakesäästötilin avaamisesta voi koitua yksityissijoittajalle merkittävä rangaistusluonteinen veroseuraamus, mikä tekee nimenomaisesti yksityissijoittajille suunnatun sijoitustuotteen verotuksesta poikkeuksellisen monimutkaisen. Yksityissijoittajalle on jätetty vastuu siitä, ettei tämä avaa useampaa osakesäästötiliä. Muihin sijoitustuotteisiin ei liity vastaavia rajoituksia tai sanktioita.

Edellä mainittu rajoitus on johtanut myös vähäiseen kilpailuun osakesäästötilejä tarjoavien palveluntarjoajien välillä, sillä palveluntarjoajan vaihtaminen on kallis ja monimutkainen prosessi. Tällöin kilpailua syntyy vain uusista asiakkuuksista, mutta muuten hintakilpailu on vähäistä. Tämä on varsin todennäköisesti johtanut korkeampiin kaupankäyntikustannuksiin verrattuna tilanteeseen, jossa yksityissijoittajat voisivat avata useamman osakesäästötilin. Rajoitus vain yhden osakesäästötilin avaamisesta on poistettava.

Yksityishenkilön on tällä hetkellä vaikea seurata ja ennakoita verotusta. Olisi tärkeätä, että omistamisen verotus olisi ymmärrettävää ja stabiilia.

Lapsen osakesäästötili

Suomi on ollut vastasyntyneiden ja heidän vanhempien tukemisessa maailman edelläkävijä. Suomalainen äitiyspakkaus on ollut menestys ja kansainvälisti inspiraation lähde. Tätä kehitystä ei kannata jättää tähän, eikä äitiyspakkauksen tarvitse olla vain lapsen ensimmäisten kuukausien tukena. Suomen tulee olla ensimmäinen maa maailmassa, joka sisällyttää äitiyspakkaukseen vastasyntyneelle ensimmäisiin kuukausiin annettavan avun lisäksi työkalut taloudellisiin tulevaisuuden mahdollisuuksiin.

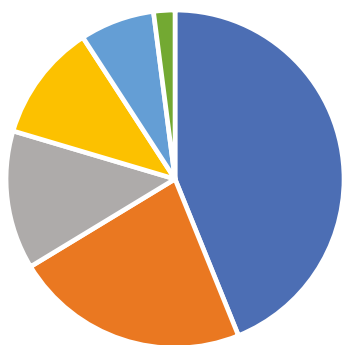
Suomessa jokaisella on mahdollisuus olla omistaja, mutta taloustaidot periytyvät vahvasti kotoa. Tämän takia laajapohjaisen omistajuuden edistämiseksi Suomen valtion on avattava jokaiselle vakinaisesti Suomessa asuvalle vastasyntyneelle Lapsen osakesäästötili, jolle valtio lahjoittaa alkupääomaksi 300 euroa.

Osakesäästötilin käytön tukemiseksi äitiyspakkaukseen tulisi liittää ei-kaupallista kirjallista neuvontamateriaalia, jossa tarjotaan perustietoa osakesäästämisestä, oman talouden hallinnasta ja omistajuudesta. Lisäksi Lapsen osakesäästötilin käyttäminen integroitaisiin osaksi peruskoulussa järjestettävää talousosaamisen opetusta. Lapsen osakesäästötilin tarkoituksena on yhtäältä tukea suomalaisten yhdenvertaista ja tasa-arvoista vaurastumista ja toisaalta vahvistaa niin lapsien kuin heidän huoltajiensa talousosaamista. Tämän takia lapsen osakesäästötilillä voi tehdä sijoituksia, mutta alaikäisen lapsen tililtä ei voi nostaa varoja minkään toimijan toimesta. Tästä syystä lapsen osakesäästötilillä olevia varoja ei tule huomioida sosiaaliturvaetuksia laskettaessa, eikä lapsen osakesäästötilillä olevat varat ole ulosmittauskelpoisia. Henkilön tullessa täysi-ikäiseksi hänen lapsen osakesäästötilinsä muuttuu automaattisesti tavalliseksi osakesäästötiliksi, johon sovelletaan osakesäästötiliä koskevaa sääntelyä.

Osakkeenomistajaoikeuksien edistäminen

Osakkeenomistajien ja yksityissijoittajien oikeuksien parantaminen ja niiden käytön helpottaminen sekä myös niin yhtiö- kuin arvopaperimarkkinaoikeudellisen sijoittajansuojan korkea taso ovat edistävät arvopaperimarkkinoiden tehokasta toimintaa. Sijoittajien luottamus markkinoihin on olennainen edellytys markkinoiden tehokkaalle toiminnalle.

Pörssiyhtiöiden osakkeenomistajat



- Ulkomaiset sijoittajat
- Kotitaloudet
- Yhtiöt
- Julkisyhteisöt
- Rahoituslaitokset
- Voittoa tavoittelemattomat

Aktiivinen omistajuus auttaa sijoittajia sitoutumaan vahvemmin yhtiöihin, joiden osakkeenomistajia he ovat. Sijoittamisesta tulee silloin pitkäjänteisempää, ja osakkeenomistajat seuraavat tiiviimmin omistamiensa yhtiöiden kehitystä. Euroopan komissio seuraa pääomamarkkinaunionin tavoitteiden kehittymistä 34:llä eri indikaattorilla. Yksi näistä indikaattoreista on vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksien ja suojan taso. Suomi sijoittuu siinä selvästi alle EU-maiden keskiarvon.

Yksityissijoittajat muodostavat Suomessa merkittävän osakkeenomistajajoukon, mutta yleiseurooppalaisessa vertailussa tämän osakkeenomistajajoukon oikeuksien ja yhtiöoikeudellisen suojan taso jäävät siis alle EU:n keskiarvon, mitä on pidettävä kotimaisten pääomamarkkinoiden kehittymisen hidasteena.

Myös lainsäätäjän tulisi alkaa nähdä yksityissijoittajat aktiivisina toimijoina, sillä aktiivinen omistajuus sitouttaa yhtiöihin. Lainsäädännöllä tulee vahvistaa yksityissijoittajien oikeuksia ja helpottaa osakkeenomistajien oikeuksien käyttämistä entisestään.

Jotta yksityishenkilöiden halua vaikuttaa omistajina voidaan palvella, tulee yhtiökokouksien tehdä digiloikkaus. Yhtiökokouksiin tulee voida osallistua hybridimuodossa eli oman valinnan mukaan läsnä- tai etäosallistujana, täysin omistajan oikeuksin. Yhteiskunnan kannalta omistajien aktivoiminen varmistaa sen, että sijoittajien ja kansalaisten ääni kuuluu ja arvot näkyvät yritystoiminnassa. Myös muussa arvopaperimarkkinaoikeudellisessa sääntelyssä tulee huomioida yksityissijoittajien tarpeet entistä paremmin.

Kuvio 6. Arvo-osuusjärjestelmässä olevien yhtiöiden omistus 30.9.2022.

Lähde: Euroclear Finland,
Graafi: Pörssisäätiö.

TAVOITTEET

- Osakesäästötilin verotus yhdenmukaistetaan sijoitusrahasto-osuuksien verotuksen kanssa
 - Tililtä varoja nostettaessa tappioiden ja voittojen verokohtelun tulee olla symmetristä
 - Mahdollisesta osakesäästötilillä hankintameno-olettaman käyttö
 - Sallitaan useamman osakesäästötilin avaaminen ja poistetaan talletuskatto
- Lanseerataan Lapsen Osakesäästötili
- Helpotetaan osakkeenomistajaoikeuksien käyttämistä

3. Yritysten kasvurahoituksen turvaamiseen tarvittavat pääomamarkkinalainsäädännön muutokset

Suomessa tarvitaan toimivat pääomamarkkinat yrityksen koko elinkaarelle. Verotus ei saa lokeroida yhtiöitä tai asettaa esteitä yrittämiselle. Yritysten kasvu ja sen joustava rahoitus luovat pohjan kansantalouden kasvuille. Yrityksillä tulee olla niiden koosta ja kasvuvaiheesta riippumatta monipuoliset mahdollisuudet kerätä pääomia markkinoilta. Verotuksen aiheuttamiin listautumiskynnystä madalta viin negatiivisiin kannustimiin voidaan puuttua kansallisilla toimenpiteillä, kun taas arvopaperimarkkinoiden sääntely on pitkälti harmonisoitu EU:ssa.

EU-lainsäädäntöä olisi mahdollista monilta osin suoraviivaistaa ilman sijoittajan suojan heikentämistä. Sääntelyä olisi muutettava siten, että vakiintuneet pörssiyritykset pysyisivät keräämään suurelta sijoittajajoukolta rahoitusta kevyemmin vaatimuksin.

Arvopaperimarkkinoiden sääntelyn muutoksilla lisäksi tulisi tukea yksityissijoittajien osakesääntämistä ja osallistumismahdollisuuksia kohdeyritysten hallintoon. Kotitaloudet ja yksityissijoittajat on perinteisesti nähty pörssiyritysten omistajina passiivisina toimijoina, mutta viime aikoina yksityissijoittajista on tullut yhä aktiivisempia. Myös lainsäätäjän tulisi alkaa nähdä yksityissijoittajat aktiivisina toimijoina, sillä aktiivinen omistajuus auttaa sijoittajia sitoutumaan vahvemmin yhtiöihin, joiden osakkeenomistajia he ovat, sijoittamisesta tulee silloin pitkäjänteisempää, ja osakkeenomistajat seuraavat tiiviimmin omistamiensa yhtiöiden kehitystä.

Yksityissijoittajilla on merkittävä rooli yritysrahoituksen tarjoamisessa: kotitaloudet ovat Helsingin pörssin suurin kotimainen osakkeenomistajaryhmä. Valitettavasti yksityissijoittajien kohtelu on vielä kaukana institutionaalisille sijoittajille tarjotuista mahdollisuuksista. Esimerkiksi listautumisten yhteydessä yleisöantehin allokoidaan instituutioantiin verrattuna varsin pieni määrä osakkeita.

Vakiintuneiden listayhtiöiden esitevaatimusten helpottaminen

Yksinkertaisesti ilmaistuna osakkeiden tarjoaminen yleisölle edellyttää sitä, että potentiaalisille sijoittajille annetaan oikeat ja riittävät tiedot sijoituspäätöksen tekemistä varten. Tämän takia arvopapereiden julkisen tarjoamisen yhteydessä on laadittava ja julkistettava asiakirja nimeltä esite (prospectus) tai EU:n kasvuesite. Esitteen sisällöstä säädetään yksityiskohtaisesti EU:n esiteasetuksessa ja siihen kytkeytyvässä muussa lainsäädännössä.

Esitteen laatiminen on työläs ja kallis prosessi. Nykyisessä esitesääntelyssä ongelmaksi muotoutuu se, ettei lainsäädäntö tunnista riittävän hyvin osakkeiden liikkeenlaskun eri tilanteita. Esimerkiksi listautumisen yhteydessä potentiaalisten sijoittajien tiedontarve on suurempi kuin vakiintuneen pörssiyrityksen laskiessa liikkeelle arvopapereita.

Listautumiseen liittyvien tiedonantovelvollisuuksien tai markkinoiden väärinkäyttöä koskevan sääntelyn kevennyksillä ei kuitenkaan saavuteta pitkällä aikavälillä suotuisan listautumisekosysteemin kehittymistä. Liiallinen tiedonantovelvollisuuksien karsiminen johtaa tilanteeseen, jossa altistamme markkinamme skandaaliriskille: jälkikäteen jostakin listautuneesta yhtiöstä voi paljastua sijoittajien kannalta epäsuotuisia seikkoja, jotka olisivat vaikuttaneet olennaisesti sijoituspäätösten tekemiseen. Tällaiset tapaukset rapauttaisivat luottamuksen markkinoihin, mikä puolestaan vahingoittaisi monien laadukkaiden yhtiöiden listautumispyrkimyksiä.

Sen sijaan tulisi pyrkiä helpottamaan vakiintuneiden listayhtiöiden rahoituksen keräämistä markkinoilta. Esimerkiksi tiukat esitevaatimukset ja esitteiden laatimisen korkeat kustannukset ovat yhdessä suunnattujen osakeantien kevyen kansallisen sääntelyn kanssa johtaneet epäsuotuisaan markkinakäytäntöön Suomessa. Listayhtiöt järjestävät harvoin yleisöanteja. Ne keräävät oman pääomanehtoista rahoitusta käytännössä ainoastaan suunnatuilla osakeantilla nopeutetussa tarjouskirjamenettelyssä institutionaalisilta sijoittajilta. Yksityissijoittajat eivät pääse osallistumaan näihin antehin, joissa osakkeita usein merkitään huomattavasti markkinahintaa edullisemmin. Tähän ongelmaan on kiinnitetty huomiota myös Yhdistyneen kuningaskunnan esitesääntelyä koskevassa uudistushankkeessa.

Tästä syystä myös EU:ssa tulisi harkita kevyempiä esitevaatimuksia yhtiöille, jotka ovat olleet julkisen kaupankäynnin kohteena niin kauan, että ovat raportoineet vähintään yhden kokonaisen tilikauden pörssiyrityksenä tai First North -yrityksenä. Tällöin arvopaperin arvoon vaikuttavasta tiedosta merkittävä osa on jo markkinoiden saatavilla ja kevyempi esite riittäisi täyttämään sijoittajien tiedontarpeen. Tämä voisi kannustaa yhtiöitä keräämään enemmän pääomia merkintäoikeusantilla, tai edes suunnattujen antien ja merkintäoikeus antien yhdistelmällä, mikä voisi parantaa yksityissijoittajien osallistumista pääomamarkkinoille ja parantaa markkinoiden toimintaa, sekä edesauttaa yhtiöiden rahoituksen keräämistä. Hyvin toteutettuna tämä voisi olla kevennys, jossa

olisi vain voittajia ilman sijoittajan suojan varsinaista heikennystä.

Sijoitustutkimus

Osin lainsäädännöstä johtuvien liian tiukkojen vaatimusten takia pk-yrityksistä ei ole riittävästi saatavilla sijoitustutkimusta. Riittävä sijoitustutkimuksen saatavuus myös pienemmistä yhtiöistä on kriittistä ja sitä olisi hyvä helpottaa. Sijoitustutkimuksen saatavuus on vähentynyt viime vuosina liian tiukan sääntelyn takia, joten sääntelyn keventämistä tältä osin tulisi harkita.

Uudistettaessa sijoitustutkimusta koskevaa lainsäädäntöä, olisi hyvä varmistua siitä, että olisi selkeät vähimmäisvaatimukset sijoitustutkimuksen laatijan riippumattomuudelle ja puolueettomuudelle. Lisäksi tutkimusten tekijöiden olisi hyvä julkistaa yleiset periaatteensa tähän liittyen ja julkistettava tapauskohtaisesti intressiristiriitihin vaikuttavat tekijät.

Osakkeenomistajaoikeuksien rajat ylittävää käyttöä helpotettava

Osakkeenomistajat käyttävät lähtökohtaisesti päätösvaltaansa yhtiökokouksessa, ja mahdollisuus osallistua yhtiökokoukseen ja käyttää siellä ääni- ja puheoikeutensa on osakkeen tuottamien hallinnoimisoikeuksien ydin. Osakkeenomistajien oikeuksien rajat ylittävä käyttäminen on EU:n harmonisointipyrkimyksistä huolimatta vaikeaa ja kallista. Ongelmat koskevat kaikenlaisia osakkeenomistajaa, mutta korostuvat yksityissijoittajien osalta, joilla on pienemmät resurssit käytettävissään kuin suurilla institutionaalisilla sijoittajilla.

Osakkeenomistajan oikeudet -direktiivin muutosdirektiivillä pyrittiin helpottamaan rajat ylittävää osakkeenomistajavaikuttamista, mutta tästä huolimatta rajojen yli tapahtuva yhtiökokousosallistuminen on pysynyt monimutkaisena, kalliina ja vaikeana prosessina. Vuosi 2021 oli ensimmäinen vuosi, kun rajat ylittävää yhtiökokousosallistumista koskevat uudet säännökset tulivat voimaan. Tutkimuksen mukaan nämä säännökset eivät kuitenkaan helpottaneet rajat ylittävää yhtiökokousosallistumista etenäkään yksityissijoittajien osalta. Useimmissa tapauksissa osakkeenomistajat eivät onnistuneet täysin osallistumaan tai käyttämään osakkeenomistajaoikeuksiaan. Lisäksi osallistumisen esteeksi muodostui korkeat kustannukset. Jossain tapauksissa arvopaperisäilyttäjät perivät jopa 250€ suuruisia kokouskohtaisia palvelumaksuja toimenpiteistä, jotka olivat edellytys yhtiökokousosallistumiselle. (Better Finance: Barriers to Shareholder Engagement, 1/2022)

Kehittämällä osakkeenomistajan oikeuksia koskevaa EU-lainsäädäntöä, olisi poistettava esteet osakkeenomistajien oikeuksien käyttämiselle.

Eurooppalaiset pörssiyritykset eivät hyödynnä riittävästi nykyisen teknologian mahdollistamia etäosallistumismahdollisuuksia. Paikkariippumattomasta etäosallistumisesta on tullut muutoin yritysten ja kansalaisten toiminnassa normaalia, mutta yhtiöiden hallinnossa tätä ei hyödynnetä riittävästi. Osakkeenomistajan oikeudet -direktiiviä olisi muutettava siten, että eurooppalaisten pörssiyritysten olisi tarjottava osakkeenomistajilleen mahdollisuutta osallistua yhtiökokouksiin etäyhteyden välityksellä reaaliaikaisesti.

Johdonmukaisuutta valtion omistajaohjaukseen

Valtio ei ole pörssiyritysten osakkeenomistajana johdonmukainen, eikä valtion omistajaohjauksen periaatteet ole selkeitä tai johdonmukaisia. Valtion omistajapolitiikan linjaukset on määriteltävä selkeästi.

Ensinnäkin valtion omistajuus on aina perusteltava. On pystyttävä vastaamaan sekä yleisesti että yhtiökohtaisesti siihen, miksi valtio omistaa. Mitä tarkemmin ja avoimemmin omistamisen tavoite pystytään ilmaisemaan, sitä parempi sekä yhtiön johtamisen että kanssaoimistajien kannalta. Näin ymmärretään, minkälaisia riskejä ollaan valmiita ottamaan ja kuinka suuria tuottoja voidaan odottaa.

Toiseksi on aktivoitava laajapohjaista omistajuutta. Valtion tulee pidemmällä aikavälillä tehdä itsensä tarpeettomaksi sijoittajana, rahoittajana ja omistajana. Kotimainen omistajuus voidaan toteuttaa vahvistamalla yksityishenkilöiden ja instituutioiden määrää ja asemaa omistajina. Osakesäästötili on hyvä alku, sitä kannattaa kehittää edelleen. Yhtiökokousten roolia ja äänenkäytön helppoutta tulee vahvistaa osana laajapohjaista aktiivista omistajuutta. Tarvitaan kotimaista omistajuutta, ei valtio-omistajuutta. Sen sijaan, että valtion sijoitusyritykset pyrkisivät olemaan alueellaan parhaita ja suurimpia sijoittajia, niiden olisi tavoiteltava sitä, ettei niitä lopulta tarvita lainkaan.

Kolmanneksi on tiedostettava, että omistaminen edellyttää osaamista myös valtiolta. Valtio haluaa omistaa, mutta osaako valtio omistaa? Valtio on teoriassa erinomainen ja käytännössä surkea ankkuriomistaja. Hyvä omistaja on aktiivinen ja johdonmukainen. Valtion tapauksessa selkeintä olisi kirjoittaa auki omistamisen periaatteet ja julkaista ne. Näitä periaatteita olisi noudatettava valtion omistajaohjauksessa. Myös vastuurakennetta ja valtion eri omistajayksiköiden välisiä suhteita on syytä selkiyttää.

Epäsuotuisien markkinakäytäntöjen poistaminen ja ehkäiseminen

Viime vuosina markkinakäytännöt tietyissä yritysjärjestelyissä ovat muodostuneet vähemmistöosakkeenomistajien kannalta kyseenalaisiksi.

Ensinnäkin suunnattuja osakeanteja on viime vuosina käytetty siten, ettei aina ole ollut selvää, onko suunnatulla annilla ollut osakeyhtiölain edellyttämä painava taloudellinen syy. Maksullisten suunnattujen osakeantien merkintähinnat ovat tasaisesti laskeneet suhteessa osakkeiden kaupankäyntihintoihin. Nykyään jopa 10–15 prosentin alennukset suunnatuissa osakeanteissa ovat jo tavanomaisia. Tämä tarkoittaa sitä, että monissa tapauksissa valikoitu sijoittajajoukko on voinut merkitä yhtiön osakkeita mittavalla alennuksella, vaikka yhtiöiden pörssi- tai yhtiötiedotteiden perusteella painavan taloudellisen syyn olemassaoloa on ollut vaikea hahmottaa. Myös suunnattuja maksuttomia osakeanteja on alettu käyttämään osakkeenomistajien yhdenvertaisen kohtelun kannalta kyseenalaisella tavalla. Suuren pörssiyhtiön enemmistöosakkeenomistajana oleva valtio on liittänyt myöntämänsä lainarahoituksen ehdoksi suunnatun maksuttoman osakeannin toteuttamisen itselleen. Tässä tapauksessa suunnattu maksuton osakeanti vastasi prosenttia yhtiön kaikista osakkeista. Huomioiden osakevastike ja lainalle maksettava korko, valtio sai myöntämälleen lainalleen tuoton, jota on vaikea pitää markkinaehtoisena.

Yhtiöillä on useita kannustimia toteuttaa suunnattuja osakeanteja vähemmistöosakkeenomistajien kannalta haitallisella tavalla. Ensinnäkin vähemmistöosakkeenomistajilla ei ole kannustimia nostaa osakeantipäätöksestä moitekannetta. Oikeudenkäynnit kestävät pitkään, kuluriski voi nousta jopa yli kahteen miljoonaan euroon ja moiteprosessista saatava hyöty voi jäädä vähäiseksi hyödyn jakautuessa kaikille osakkeenomistajille, kun taas moitekanteen nostanut osakkeenomistaja vatsaa kustannuksista yksin.

Toiseksi kaikille osakkeenomistajille suunnatun merkintäoikeusannin toteuttaminen on esitesääntelystä johtuen verrattain hidasta ja kallista. Näin ollen matala riski moitekanteesta ja merkintäoikeusannin toteuttamisen suuret kustannukset ohjaavat yhtiöitä toteuttamaan suunnattuja osakeanteja valikoidulle sijoittajajoukolle merkittävällä alennuksella.

Suunnattujen osakeantien osalta tulisi ryhtyä seuraaviin toimenpiteisiin:

- Osakeyhtiölain suunnattua osakeantia koskevan painavan taloudellisen syyn käsitettä ja sen suhdetta yhdenvertaisuusperiaatteeseen on täsmennettävä;
- Suunnattuja osakeanteja koskevaa tiedottamista on parannettava muuttamalla arvopaperimarkkinalakia. Osakkeenomistajilla on oltava tosiasiallinen mahdollisuus arvioida painavan taloudellisen syyn olemassaoloa. Pörssi- ja yhtiötiedotteissa olisi kuvattava
 - selkeästi syy pääoman keräämiselle;
 - peruste annin tekemiselle ja se, miksi suunnattu osakeanti on yhtiön kannalta parempi kuin muut vaihtoehdot;

- merkintähinnan alennus suunnatussa osakeannissa suhteessa osakkeen kaupankäyntihintaan; ja
 - peruste merkintähinnalle ja syy, miksi yhtiön hallitus katsoo merkintähinnan olevan asianmukainen.
- Suomen aktiivisesti on edistettävä EU:n Listing Act -lakialoitteessa ehdotettua yksinkertaistettua esitettä, jota vakiintuneet pörssiyhtiöt ja First North -yhtiöt voisivat käyttää pääoman keräämiseen.

Osakeyhtiölain vähemmistöosakkeiden lunastusmenettelyn kehittäminen

Osakeyhtiölain 19 luvussa säädetään vähemmistöosakkeiden lunastusmenettelystä. Osakkeenomistaja voi vaatia vähemmistöosakkeiden lunastamista, jos osakkeenomistaja omistaa yhtiön kaikista osakkeista ja äänistä enemmän kuin 90 prosenttia. Vastaavasti vähemmistöosakkeenomistajat voivat vaatia osakkeidensa lunastamista, jos enemmistöosakkeenomistaja omistaa yhtiön kaikista osakkeista ja äänistä enemmän kuin 90 prosenttia.

Osakeyhtiölain 19 luvun 6 §:n mukaan osakkeen omistusoikeus siirtyy lunastajalle vakuutta vastaa heti, jos lunastusoikeuden olemassaolo on lainvoimaisesti ratkaistu tai välimiehet pitävät sitä selvänä, vaikka lunastushinnasta ei ole vielä sovittu tai määrätty. Osakeyhtiölain 18 luvun 7 § 1 momentin mukaan lunastushinnalle on maksettava korkoa siitä lähtien, kun kolme viikkoa on kulunut välimiesten hakemisesta. Korko on kulloinkin voimassa olevan viitekoron mukainen korkolain 12 §:ssä tarkoitetulla tavalla.

Edellä mainittu korkosäännös on muodostunut vähemmistöosakkeenomistajien kannalta ongelmalliseksi, koska omistusoikeuden siirtymisen ja lunastushinnan maksamisen välille voi muodostua pitkä aika. Eräissä tuoreissa pörssiyhtiön vähemmistöosakkeiden lunastustapauksessa välimiesoikeus antoi 18.6.2021 käsittelyratkaisun, jonka nojalla omistusoikeus siirtyi. Välitystuomio annettiin noin 9 kuukautta myöhemmin ja lunastushinnan maksupäivä oli kesällä 2022.

Lunastusmenettelyssä on kyse viimekädessä yksityisomaisuuteen kohdistuvasta pakkolunastuksesta, joten pelkkä viitekoron mukainen kompensatio muodostuu usein lunastuksen kohteena olevien osakkeiden omistajille kohtuuttomaksi. Näiden osakkeenomistajien osakeomistukseen sidottu varallisuus on ikään kuin jumissa välimiesmenettelyn ajan. Vertailukelpoinen vaihtoehtokustannus on pörssi- tai First North -yhtiön osakkeenomistajalle on Helsingin pörssin tai First North -markkinapaikan yleisindeksin mukainen tuotto. Tästä syystä lunastettaville osakkeille maksettavaa korkoa tulisi nostaa osakeyhtiölain muutoksella.

Ostotarjoukset ja liputusvelvollisuus First North -kasvumarkkinalla

Arvopaperimarkkinalain julkisia ostotarjouksia koskevaa 11 lukua sovelletaan vain pörssiyhtiöihin lukuun ottamatta 11 luvun 27 §:ää, jossa säädetään tietyistä menettelytavoista monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä tehtäviin ostotarjouksiin.

Suomessa ainoa monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä on First North -kasvumarkkina. Vuonna 2012 arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistuksen yhteydessä koettiin, että ostotarjouksia koskeva sääntely olisi First North -yhtiöille liian raskasta. Tuolloin First North -kasvumarkkinalla oli kaupankäynnin kohteena vain kolme yhtiötä, kun tällä hetkellä niitä on jo yli 50. First North -yhtiöistä on myös tehty julkisia ostotarjouksia.

Julkisia ostotarjouksia koskevan sääntelyn tavoitteena on turvata sijoittajansuojan toteutuminen ostotarjouksien tilanteessa ja näin ollen edistää sijoittajien luottamusta arvopaperimarkkinoiden toimintaan asettamalla menettelytavat julkisten ostotarjousten toteuttamiselle.

Ostotarjouksia koskevan arvopaperimarkkinalain 11 luvun soveltamisalaa tulisi laajentamaan kattamaan myös monenkeskiset kaupankäyntijärjestelmät. First North -kasvumarkkina on kasvanut jo riittävän suureksi kauppapaikaksi, että ostotarjoukset tulevat olemaan tavallinen ilmiö kyseisellä kauppapaikalla. Edellä ehdotettu arvopaperimarkkinalain soveltamisalan laajentaminen ei aiheuttaisi merkittävää hallinnosta taakkaa First North -yhtiöille, sillä ostotarjouksien tilanne on kunkin yhtiön kohdalla harvinainen ja monesti ainutlaatuinen tilanne. Nykyinen sääntely on sijoittajan suojan kannalta ongelmallista myös siinä mielessä, etteivät monet sijoittajat hahmota säännellyn markkinan, eli Helsingin pörsin päämarkkinan ja monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän, eli First North -kasvumarkkinan eroja.

Tässä yhteydessä tulisi myös tulisi laajentaa myös niin kutsutun liputusvelvollisuuden, eli huomattavien omistus- ja ääniosuuksien ilmoittamisvelvollisuuden kattamaan monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän. Liputusvelvollisuudella tarkoitetaan sitä, että osakkeenomistaja on velvollinen julkistamaan osakeomistuksensa tiettyjen raja-arvojen täytyessä. Tämä antaa signaalinen muille osakkeenomistajille merkittävistä muutoksista yhtiön omistuksessa. Liputusvelvollisuudesta säädetään arvopaperimarkkinalain 9 luvussa ja sen soveltaminen on rajattu pörssiyhtiöihin.

Liputusvelvollisuuden puuttuminen First North -kasvumarkkinalta mahdollistaa niin kutsuttujen haitallisina pidettyjen *creeping takeover*-ostotarjousten tekemisen. Ilman liputusvelvollisuutta markkinat eivät voi havaita potentiaalisen tarjouksentekijän aikeita ajoissa. Tämä johtaa usein siihen, että ostotarjouksen hinta muodos-

tuu lopulta liian matalaksi verrattuna tilanteeseen, jossa niin kutsuttu nurkan valtaus olisi havaittu ajoissa.

Monet First North -yhtiöt ovat sisällyttäneet yhtiöjärjestyksiinsä erilaisia määräyksiä osakkeenomistajan liputusvelvollisuudesta. Markkinakäytäntö on tältä osin hajanaista. Tällöin osakkeenomistajat ja muut sijoittajat joutuvat käymään kunkin yhtiön yhtiöjärjestyksen erikseen läpi. Tämä aiheuttaa ylimääräisiä transaktiokustannuksia.

On myös hyvä huomata, että Suomessa on myös todella kevyt liputusvelvollisuuden sääntely myös säännellyllä markkinalla. Raja-arvot noudattavat avoimuusdirektiivin minivaatimuksia ja ovat verrattain korkealla ja harvakseltaan useisiin muihin markkinoihin nähden. Suomessa osakkeenomistajan on ilmoitettava omistus- ja ääniosuutensa kohdeyhtiölle ja Finanssivalvonnalle (liputusilmoitus), kun osuus saavuttaa tai ylittää taikka vähenee alle 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50 tai 90 prosentin taikka kahden kolmasosan kohdeyhtiön äänimäärästä tai osakkeiden kokonaismäärästä

Useissa isoissa eurooppalaisissa maissa liputusvelvollisuus syntyy jo huomattavasti matalammalla. Esimerkiksi Saksassa, Yhdistyneessä kuningaskunnassa, Espanjassa ja Italiassa raja-arvo on 3 prosentissa.

Yhdistyneessä kuningaskunnassa, jossa on kenties Euroopan tehokkaimmat pääomamarkkinat, 3 prosentin jälkeen liputusvelvollisuus syntyy prosenttiyksikön välein.

Arvopaperimarkkinalain 9 luvun soveltamisala tulisi laajentamaan monenkeskiselle kaupankäyntijärjestelmälle. Samassa yhteydessä tulisi arvioida, ovatko säännellyn markkinan liputusvelvollisuuksien raja-arvot riittävällä tasolla yleiseurooppalaisessa viitekehityksessä.

TAVOITTEET

- Parannetaan sijoitustutkimuksen saatavuutta
- Helpotetaan osakkeenomistajaoikeuksien käyttämistä ja osakkeenomistajien osallistumista osakeantoihin
- Täsmennetään valtion omistajaohjausta
- Parannetaan vähemmistöosakkeiden lunastusmenettelyä
- Säädetään julkisista ostotarjouksista ja liputusvelvollisuudesta monenkeskisellä kaupankäyntijärjestelmällä

4. Yritysten kannustaminen listautumaan

Listayhtiöitä syntyy hyvän yritystoiminnan edellytysten luomisen kautta, sillä silloin listaamattomien yhtiöiden kanta kasvaa riittävän suureksi. Listauksen on oltava helppoa, ja kasvurahoituksen tulee olla saatavilla niille yrityksille, jotka sitä ansaitsevat.

Pääomamarkkinat ovat yrityksille tärkeä rahoituskanava ja kasvun ohjaaja. Tämä on tärkeää koko kansantaloudelle. Koska suurin osa suomalaisista yrityksistä on kansainvälisesti katsoen pieniä, kotimainen pääomamarkkina on niille paitsi luonteva, myös useimmiten ainoa paikka hakea rahoitusta. Suuret yritykset saavat rahoitusta myös kansainvälisiltä markkinoilta. Pienemmät yhtiöt löytävät rahoituksen kotimaisilta sijoittajilta. Kansainvälisesti edelleen yli 90 prosenttia kaikista listautuvista yrityksistä listautuu kotimaan pörssiin eli toimiva kotimainen pääomamarkkina on tärkeä. Kotimarkkinasijoittajien kysyntä on usein myös edellytys kansainväliselle kiinnostukselle, sillä ulkomaiset sijoittajat luottavat kotimaisten sijoittajien parempaan paikallisten yhtiöitten tuntemukseen.

Yritykset tarvitsevat usein kasvaakseen ja investoidakseen riskipääomaa pääomamarkkinoilta. Valtaosa suomalaisista yhtiöistä on niin pieniä, että niiden mahdollisuus turvautua kansainvälisiin pääomamarkkinoihin on rajoitettu. Tämän takia toimiva suomalainen listausmarkkina on yhtiöiden pääomahuollon ja kasvun edellytys.

Listautuminen arvopaperimarkkinoille on yrityksille suhteellisen työläs ja kallis prosessi, mutta listautumisen hyödyt ovat usein merkittävästi listautumiskustannuksia suurempia. Vaikka vuonna 2021 yrityksiä listautui Helsingin pörssiin ennätysmäärä, olemme vielä kaukana esimerkiksi Ruotsin listautumismääristä. Matala listautumishalukkuus johtaa siihen, että yritykset eivät pääse hyötymään listautumisen tuomista eduista, kuten laajemmasta sijoittajapohjasta ja nopeammasta kasvusta, eivätkä yritykset saa riittävästi kasvurahoitusta.

Listautumishalukkuuteen vaikuttaa arvopaperimarkkinoiden sääntelyn rakenteen lisäksi listayhtiöiden verokohteluun liittyvät kysymykset. Listautumisen työläisyys ja kustannukset, sekä negatiiviset verokannustimet laskevat etenkin pk-yritysten listautumishalukkuutta.

Lainsäädännössä yritysten listautumishalukkuuteen vaikuttaa ensinnäkin arvopaperimarkkinalainsäädännöstä kumpuavien velvoitteiden sisältö ja toiseksi listayhtiöiden verokohteluun liittyvät kysymykset. Listautumishalukkuuden kannalta relevantti arvopaperimarkkinaoikeudellinen lainsäädäntö on pitkälti harmonisoitu EU:ssa,

joten tältä osin listautumista pitää helpottaa kehittämällä relevanttia EU-lainsäädäntöä. Suomen on oltava siinä aktiivinen. Toisaalta myös kotimaista yritystoimintaan liittyvää lainsäädäntöä on kehitettävä listautumisia paremmin tukevaksi.

Listautuminen tekee mahdolliseksi yhtiöiden markkinaehtoisesta kehityksestä sekä esimerkiksi kotitalous- sijoittajien osallistumisen tulevaan arvonnousuun. Valtionyhtiöiden myynneissä tulisikin suosia pörssiä, jotta myös kotitalousomistajilla on tasavertainen mahdollisuus ostaa yhtiöiden osakkeita

Listautumisten lisäämiseksi tarvittavat toimenpiteet

Listayhtiöiden ja listaamattomien yhtiöiden verokohtelu eroaa toisistaan. On tärkeää, että yrittämiseen kannustetaan. Verotus ei kuitenkaan saa luoda keinotekoisia esteitä tai kynnystä listautumiselle.

EU:ssa edistetään parhaillaan erityisesti pk-yritysten listautumisia niin kutsutun EU Listing Act-lakihankkeella. Suomen on hyvä tukea tätä hanketta.

Tässä yhteydessä tulee selvittää, miten pk-yritysten listautumisia voidaan helpottaa ja kehittää pk-yritysten kasvumarkkina -kauppapaikan sääntelyä listautumismyönteisemmäksi sijoittajansuojasta tinkimättä.

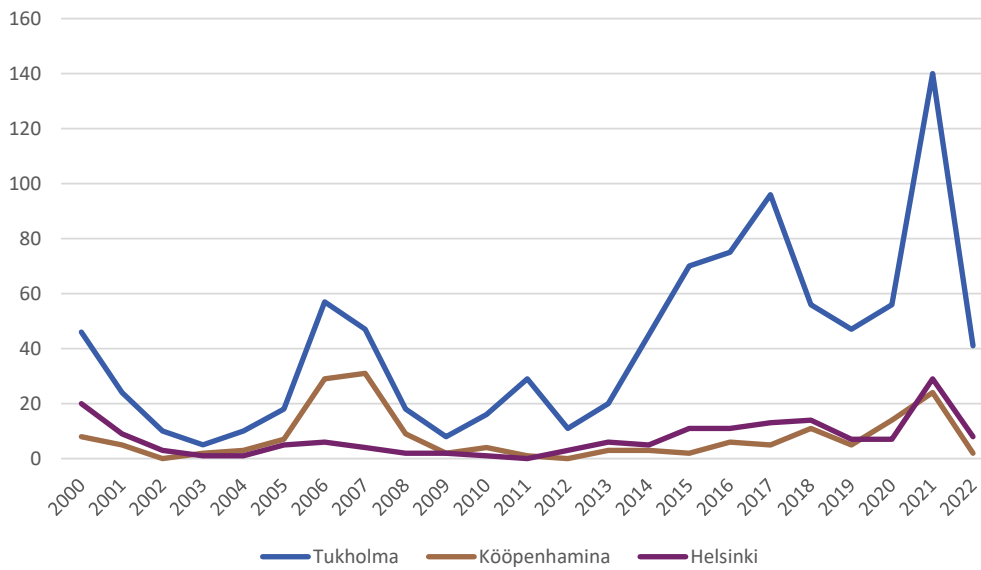
Tarvitaan neutraali osinkoverotus

Veropoliittisilla ratkaisuilla on merkittävä vaikutus yritysten listautumishalukkuuteen. Verotus on pääasiassa kansallista lainsäädäntöä ja siihen voidaan vaikuttaa kotimaisilla veropoliittisilla ratkaisuilla.

Suomessa osinkoverotus riippuu täysin siitä, onko osinkoja jakava yritys pörssiyritys vai listaamaton yritys.

Osinkoverojärjestelmä uudistettiin osin EU-lainsäädännöstä johtuvista syistä vuonna 2005, jolloin luovuttiin aiemmasta kahdenkertaisen verotuksen ehkäisevästä yhtiöveron hyvitysjärjestelmästä. Uudistuksessa luotiin järjestelmä, joka perustuu pörssilistattujen yhtiöiden ja listaamattomien yhtiöiden erilaiseen verokohteluun. Muutoksen myötä listattujen yhtiön voitonjako on lähes täysimääräisesti kahdenkertaisen verotuksen piirissä. Listaamattomissa yhtiöissä kahdenkertaista verotusta lievennetään yhtiön nettovarallisuuteen perustuvalla huojujen mekanismilla.

*Kuvio 4.
Listautumiset
pohjoismaissa
viime vuosina.*



Tämä tarkoittaa sitä, että osinkoverojärjestelmä on epäneutraali ja horisontaalisesti epäoikeudenmukainen, koska se syrjii pörssilistattuja yrityksiä ja suosii listaamattomia yrityksiä. Listaamattomien yhtiöiden jakaman voiton kokonaisverorasitus on monissa tilanteissa selvästi kevyempää kuin listatun yhtiön.

Osinkoverotusta kannattaa muuttaa yllä kuvatusta veromallista neutraaliin pääomatulojen malliin. Neutraalissa pääomatulojen mallissa osinkotuloja verotettaisiin yhdenmukaisesti riippumatta siitä, onko yhtiö listautunut pörssiin vai ei, liiketoiminnan luonteesta tai yrityksen taserakenteesta. Se kohtelisi myös yhdenvertaisesti yrityksiä riippumatta siitä, perustuuko yrityksen liiketoiminta aineelliseen vai aineettomaan yritysvarallisuuteen. Neutraali osinkoverotus tukee taloudellista kasvua ja kotimaista omistajuutta. Neutraali osinkoverotus, jossa kaikkien yritysten jakamia osinkoja verotettaisiin samalla tavalla, poistaisi epätoivotut ohjausvaikutukset ja yksinkertaistaisi yritysverotusta.

Epäneutraali pääomatulojen veromalli ohjaa yhtiöitä velkarahoitukseen. Sijoittajan näkökulmasta pörssiyhtiön oman pääomanehtoisen riskirahoituksen vero-kohtelu on selvästi ankarampaa kuin vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen. Ankarampi verotus nostaa oman pääomanehtoisen rahoituksen tuottovaatimusta ja näin ollen investointikynnystä.

Yrityksiä ei tulisi ohjata velkarahoituksen piiriin. Ensinnäkin liiallinen velkarahoitus johtaa tarpeettomaan riskinoton karttamiseen, vähäisempiin investointeihin ja hitaampaan kasvuun. Liiallinen velkarahoitus myös tekee yhtiöt haavoittuvaisemmiksi laskusuhdanteissa.

Toiseksi niin Suomen kuin Euroopan pääomamarkkinat perustuvat markkinaehtoisen rahoituksen sijasta pankkirahoitukselle. Tämä tarkoittaa sitä, että Euroopassa yritykset eivät saa riittävästi kasvurahoitusta, eikä eurooppalainen pankkikeskeinen rahoitusmarkkina ole yhtä joustava kuin hajautetumpi pääomamarkkinakeskeinen järjestelmä olisi kriisitilanteessa. Suomi on sitoutunut edistämään EU:n pääomamarkkinaunionin tavoitteita.

Epäneutraalin verotuksen aiheuttama listautumiskynnys ei tue kotimaista omistajuutta. Listautuminen mahdollistaa usein yrityksen kasvattamisen itsenäisenä yrityksenä, jolla on laaja kotimainen omistajapohja.

Listautumiseen liittyvä negatiivinen verokannustin saattaa tehdä yrityksen myymisen ulkomaiselle kilpailijalle tai pääomarahastolle houkuttelevammaksi vaihtoehdoksi kuin listautumisen ja kotimaassa pysymisen.

Mikäli osinkoverotusta uudistetaan, kaikkien pörssi-yhtiöiden (ja FN-yhtiöiden) ja listaamattomien yhtiöiden jakamia osinkoja tulisi verottaa samalla tavalla ja poistaa nykyiset negatiiviset ohjausvaikutukset.

TAVOITTEET

- Helpotetaan listautumisprosessia
- Listattujen ja listaamattomien yhtiöiden vero-kohtelun yhdenmukaistaminen
- Ei-strategisten valtionyhtiöiden listaaminen pörssiin ja mahdollisten valtion osakemyyntien toteuttaminen ensisijaisesti pörssin kautta

Pääomamarkkinastrategia

Suomen pääomamarkkinoiden kehitystarpeet



**PÖRSSISÄÄTIÖ
BÖRSSTIFTELSEN**

Pörssisäätiö
Fabianinkatu 14
00100 Helsinki
puh. 010 820 7500
www.porssisaatio.fi