

FI

FI

FI



EUROOPAN YHTEISÖJEN KOMISSIO

Bryssel 21.12.2007
KOM(2007) 853 lopullinen

**KOMMISSION TIEDONANTO NEUVOSTOLLE, EUROOPAN PARLAMENTILLE,
EUROOPAN TALOUS- JA SOSIAALIKOMITEALLE JA ALUEIDEN
KOMITEALLE**

Esteet pois pääomasijoitusrahastojen rajatylittäviltä sijoituksilta

{SEK(2007)1719}

1. KASVUN JA INNOVOINNIN RAHOITTAMINEN

Tiukan kilpailun leimaamassa globaalissa taloudessa on välttämätöntä parantaa innovatiivisten pk-yritysten mahdollisuuksia rahoitukseen, jos mielitään tehostaa kilpailukykyä ja saavuttaa **kasvua ja työllisyyttä edistävän Lissabonin kumppanuuden** tavoitteet.

Pääoman hankkiminen on yksi perusedellytys yrityksen onnistuneelle perustamiselle ja sen laajentumiselle. Omat varat tai lainarahoitus eivät usein riitä **pk-yrityksille, jotka ovat taipaleensa alussa tai joiden kasvupotentiaali on suuri**. Monet investoijat ovat haluttomia sijoittamaan tällaisiin yrityksiin, koska **transaktiokustannukset ovat suuria ja koska ne eivät usko odotettavissa olevan tuoton olevan otettavan riskin arvoinen**. Tässä tilanteessa olevat yritykset tapaavat etsiä **riskipääomaa**,¹ jonka avulla ne voisivat raivata tiensä markkinoille ja kasvaa nopeammin. Vaikka riskipääoma on vain pieni osa laajempaa vaihtoehtoisten sijoitusten muodostamaa omaisuusluokkaa, se on innovatiivisten yritysten kasvulle olennainen tekijä.

Pääomasijoitusmarkkinat **jakautuvat** Euroopan unionissa kansallisiin markkinoihin, mikä pienentää vakavasti sitä alkuvaiheen pääomaa, jota innovatiivisille pk-yrityksille on tarjolla. Sellaisissa jäsenvaltioissa, joissa markkinat ovat uudet, pääomasijoitusrahastojen on siksi vaikea saada aikaan sellainen **kriittinen massa**, jota ne tarvitsevat sijoitusriskiensä hajauttamiseen ja kustannustensa kattamiseen. Rajatylittävien toimien helpottaminen voisi auttaa rahastoja ylittämään tämän esteen, jolloin alkuvaiheen pääoman yleinen tarjonta voisi kasvaa.

Kesäkuussa 2006 antamassaan tiedonannossa *Pk-yritysten kasvun rahoittaminen – enemmän eurooppalaista lisäarvoa*² komissio hahmotteli innovatiivisten pk-yritysten avuksi toimenpiteitä, joilla **parannettaisiin yritysten mahdollisuuksia saada rahoitusta** etenkin toiminnan alkuvaiheessa sekä EU:n että jäsenvaltioiden tasolla. Yhtenä päätavoitteena oli rajatylittävien pääomasijoitusten helpottaminen, jota varten komissio peräsi toimia sääntelyyn ja verotukseen liittyvien esteiden raivaamiseksi.

Jotta voitaisiin seurata riskipääomarahoituksen ja innovoinnin kehitystä, talous- ja rahoitusasioiden neuvosto pyysi lokakuussa 2006 jäsenvaltioita raportoimaan riskipääomaan liittyvästä kansallisesta toimintaympäristöstä **kansallisen uudistusohjelman** yhteydessä sekä komissiota tutkimaan edelleen varhaisen vaiheen riskipääomasijoitusten tilannetta.

Joulukuussa 2006 kokoontunut kilpailukykyneuvosto puolestaan kehotti **komissiota raportoimaan** pääomasijoitusrahastojen rajatylittävien sijoitusten esteistä.

Tätä tiedonantoa valmistellessaan komissio kuuli sekä jäsenvaltioita että markkinoiden toimijoita. Liitteenä olevassa **asiantuntijaryhmän raportissa** (maaliskuulta 2007), jonka aiheena on esteiden poistaminen pääomasijoitusrahastojen rajatylittäviltä sijoituksilta, analysoidaan tällaisten sijoitusten tiellä Euroopassa olevia esteitä ja esitetään niihin ratkaisuja.

¹ Liitteessä on sanasto.

² KOM(2006) 349, 29.6.2006.

2. RISKIPÄÄOMAN MERKITYS INNOVATIIVISILLE PK-YRITYKSILLE

2.1. Riskipääoman taloudellinen potentiaali

Innovatiiviset pk-yritykset parantavat Euroopan kilpailukykyä, mutta niillä on huomattavia vaikeuksia saada rahoitusta, jota tarvitaan yrityksen perustamiseen, kasvamiseen ja kilpailuun globaaleilla markkinoilla. Riskipääomasijoitusten parempi saatavuus auttaisi yrityksiä hyödyntämään teknologiaa ja kilpailemaan maailmanlaajuisesti.

Vaikka innovatiivisten pk-yritysten osuus kaikista pk-yrityksistä onkin suhteellisen pieni, niillä on suurta potentiaalia luoda uusia työpaikkoja ja uutta teknologiaa. Onkin julkaistu tutkimuksia, joissa osoitetaan, että riskipääoma vaikuttaa huomattavalla tavalla **työpaikkojen luomiseen**. Eräässä tuoreessa tutkimuksessa³ kerrottiin, että EU:ssa toimivat pääomasijoitusta saavat yritykset loivat vuosina 2000–2004 miljoona uutta työpaikkaa. Niistä yli 60 prosenttia syntyi riskipääomarahoitteisiin yrityksiin, joiden työvoima kasvoi vuosittain 30 prosenttia.

Riskipääomarahoitteiset innovatiiviset ja kasvuyritykset käyttävät lisäksi keskimäärin 45 prosenttia kokonaismenoistaan **tutkimus- ja kehittämistoimintaan**. Tämä vastaa vuosittain keskimäärin 3,4 miljoonaa euroa yritystä ja 50 500 euroa työntekijää kohti. Luvut ovat kuusinkertaiset verrattuna EU25:n 500 suurimman t&k-panostajan lukuihin.⁴

Ekonometrisissä tutkimuksissa on lisäksi havaittu positiivinen suhde **talouskasvun** kanssa. Hiljattaisessa analyysissä⁴ arvioitiin, että jos riskipääomavaiheessa lisätään investointeja 0,1 prosentilla BKT:stä, reaalin talouskasvu lisääntyy jopa yhdellä prosenttiyksiköllä.

Riskipääomasta on lisäksi tulossa entistä merkittävämpää **ympäristönsuojelulle** (vuonna 2006 varoja kerättiin 1,25 miljardia euroa).⁵ Kestävän kehityksen pääomasijoitusrahastojen investoinnit ovat 1–5 miljoonan euron luokkaa, ja niissä painotetaan varhaisen vaiheen toimintaa ja useimmiten uusiutuvaa energiaa ja puhdasta teknologiaa.

2.2. Tuoreet suuntaukset ja haasteet

Kun Internet-kupla puhkesi vuonna 2000, pääomasijoitustoiminta hiipui Euroopassa mutta kääntyi uuteen nousuun vuonna 2004. Vuonna 2006 se oli jo erittäin vilkasta:⁶ **hankituista** kaikkiaan 112 miljardista eurosta 17 miljardia oli riskipääomaa, mikä merkitsee 60 prosentin lisäystä vuodesta 2005. Osakepääomainvestoinnit olivat yhteensä 71 miljardia euroa, joista riskipääomasijoituksia oli 17,2 miljardia eli 36 prosenttia enemmän kuin edellisvuotena.

Vaikka vuoden 2006 luvut osoittavatkin siemenrahoituksen merkittävää kasvua, valtaosa riskipääomasijoituksista suuntautuu edelleen pääoman laajentamiseen. Päähaasteena on luoda sellainen toimintaympäristö, jossa **siemenrahoitusten** taso voidaan pitää korkeana pääomasijoittamisen syklisestä luonteesta huolimatta.

³ *Employment Contribution of PE and VC in Europe*. EVCA, lokakuu 2005.

⁴ *Venture Capital in Europe: Spice for European Economies*. T. Meyer, Deutsche Bank Research, lokakuu 2006.

⁵ *Venture Capital for Sustainability 2007*. Eurosif, 2007.

⁶ *Annual Survey of Pan-European Private Equity & Venture Capital Activity*. EVCA Yearbook 2007.

Toisena haasteena on se, että kasvupotentiaalia rajoittaa pääomasijoitusten **vähäisyys** sopimusta kohti. Varhaisvaiheen sijoituksen koko on Euroopassa vain 0,4 miljoonaa euroa, kun se on USA:ssa 2,2 miljoonaa euroa.

Vaikka **puhtaan teknologian** uusiin yrityksiin tehtävät investoinnit ovatkin Euroopassa kasvussa, USA:ssa ne peräti yli kaksinkertaistuivat kahden viime vuoden aikana ja ovat siellä nyt nelinkertaiset EU:hun verrattuna. Jotta tällaiset eurooppalaiset yritykset pystyisivät jatkamaan kasvuaan, täällä on kyettävä saamaan aikaan tuottavia puhtaan teknologian investointeja.⁷

3. MARKKINOIDEN HAJANAISUUS RAJOITTAA PÄÄOMASIOITAMISEN KEHITTYMISTÄ

EU:n pääomasijoitusmarkkinoiden potentiaalia ei tätä nykyä hyödynnetä täysin, eivätkä markkinat tarjoa riittävästi pääomaa kasvunsa alkuvaiheessa oleville innovatiivisille pk-yrityksille. **Markkinoiden tässä suhteessa vajavaisten toiminnan** tärkeimpiin taustatekijöihin kuuluvat pääomasijoituskulttuurin puuttuminen, tiedonkulkuun liittyvät ongelmat, markkinoiden hajanaisuus ja suuret kustannukset.

Pääomasijoitusmarkkinoiden **kehitysvaihe vaihtelee**. Suurissa jäsenvaltioissa, joissa markkinat ovat kypsempiä kuin muualla, **yleistyvät alakohtaiset rahastot**, joille voisi olla hyötyä paremmista mahdollisuuksista tehdä rajatylittäviä sijoituksia ja hankkia varoja yhtenäismarkkinoilla. Kehityksensä alkuvaiheessa olevien markkinoiden kasvu on taas merkitystä **maakohtaisilla** rahastoilla, joissa sijoittajat tulevat julkiselta sektorilta. Pienillä tai kasvavilla pääomasijoitusmarkkinoilla toimivilla rahastoilla on kuitenkin vaikeuksia laajentua, kasvaa, erikoistua ja saada aikaan **kriittisen massan edellyttämä määrä sijoitussopimuksia**.

Jäsenvaltioiden ajamassa **politiikassa** on lisäksi **eroja**, jotka hajanaistavat markkinoita voimakkaasti, mikä taas **haittaa sekä varainhankintaa että investointeja** EU:n sisällä. Pääomasijoitusrahastoille ja niiden hoitajille annetaan toimilupa ja niitä säännellään kansallisten vaatimusten mukaisesti. Toiminnalliset ja sääntelyyn liittyvät tekijät estävät rahastoja laajentamasta sijoitussalkkuaan toiseen maahan, vaikka ne muutoin niin tekisivät.

Hajanaisilla pääomasijoitusmarkkinoilla **toimitaan nykyään 27 erilaisessa ympäristössä**, minkä vuoksi rahaston rakentaminen useiden rajojen yli on yhä hankalampaa eivätkä pienemmät rahastot yleensä laajenna toimintaansa kotipaikkansa lainkäyttöalueen ulkopuolelle.

4. RISKIPÄÄOMALLE PAREMMAT TOIMINTAPUITTEET

4.1. Toimintapuitteiden luominen

Kuten laajapohjaisesta innovaatiostrategiasta annetussa tiedonannossa⁸ hahmoteltiin, puutteelliset toimintapuitteet ja sisämarkkinoilla olevat esteet, joihin myös riskipääoman heikko saatavuus kuuluu, haittaavat pääoman liikkumista, vievät yrityksiltä mahdollisuudet

⁷ Merkittävä osa yhteisön kilpailukyvyyn ja innovoinnin puiteohjelman varoista on varattu ekoinnovatiivisten pk-yritysten tukemiseen.

⁸ KOM(2006) 502, 13.9.2006.

toimia sellaisessa mittakaavassa, että ne saisivat investoinneistaan täyden hyödyn, ja rajoittavat lisäksi EU:n innovointikapasiteettia.

Valtio voi politiikallaan luoda kannustimia pääomasijoitusalueelle ja rohkaista sijoittajia investoimaan innovatiivisiin pk-yrityksiin. Erityisesti **julkisella osarahoituksella** voidaan puuttua siemenpääoman tarjonnan puutteisiin, lieventämään oman pääoman ehtoisen rahoituksen puutetta ja kehittää riskipääomamarkkinoita – ottaen kuitenkin samalla huomioon riskipääomamarkkinoitten eriasteinen kehittyneisyys eri jäsenvaltioissa.

Myös kohdennettu monialainen valtiontuki voi auttaa saamaan aikaan yksityisiä investointeja. Yhteisön uusien tutkimus- ja kehitystyöhön sekä innovaatiotoimintaan myönnettävää valtiontukea koskevien puiteitten⁹ mukaan voidaan **nuorille innovatiivisille yrityksille myönnettävällä valtiontuella** tukea pk-yrityksiä niiden ensimmäisenä toimintavuotena, jotta ne selviytyisivät alkuvaiheen tilanteista, joissa käteisvarat eivät riittämättömän rahoituksen vuoksi riitä, ja pystyisivät kasvamaan helpommin. Pk-yrityksiin tehtävien **riskipääomasijoitusten edistämiseksi myönnettävää valtiontukea** koskevissa uusissa suuntaviivoissa¹⁰ on lisäksi mukana kevyt arviointimenettely, johon sisältyy muun muassa entistä korkeampi sijoituserien enimmäismäärä: pk-yritykselle voidaan myöntää 12 kuukauden aikana rahoitusta enintään 1,5 miljoonaa euroa. Kun enimmäismäärää ei ylitetä, komissio katsoo, että markkinoiden toiminnan vajavuudesta on näyttöä.

Pääomasijoitukseen vaikuttaa ratkaisevasti myös irtautumisstrategia eli se, missä vaiheessa pääomasijoittaja voi myydä osakkeensa ja vapauttaa varoja muihin kohteisiin. Pääomasijoitukset tarvitsevat EU:ssa siksi nykyistä **likvidimpiä irtautumismarkkinoita**, erityisesti likvidejä kasvuyritysten osakemarkkinoita, joiden ympärillä on kriittinen massa neuvontapalveluja.

Vaikka pääomasijoittaminen on monellakin tapaa paikallista liiketoimintaa, joka nojaa rahastojen ja yrittäjien läheisiin suhteisiin, se on myös globaalia toimintaa, joka kilpailee sekä rahastoista että sijoituskohteista. Riskipääoma viihtyy sellaisten klusterien ja korkeakoulujen ympärillä, jotka tuottavat uusia ajatuksia ja uusia yrittäjiä. Euroopan innovaatiopolitiikassa kiinnitetään erityistä huomiota **klusterien** ja niiden yhteistyön **tukemiseen**. Sijoitusmahdollisuuksia tarjoamalla voidaan myös auttaa pääomasijoitusala ja sen pitemmän aikavälin ylläpidettävyyttä.

4.2. Yhteisön politiikka innovoinnin rahoituksen tueksi

Seuraavissa yhteisön ohjelmissa keskipisteessä ovat uudistetun Lissabonin kasvu- ja työllisyysstrategian tavoitteet, jotka liittyvät innovoinnin ja yrittäjyyden tukemiseen:

Seitsemännellä puiteohjelmalla halutaan edistää tutkimusyhteistyön rahoitusta Euroopassa. Vuosina 2007–2013 siihen osoitetaan yli 53 miljardia euroa, joista 1,3 miljardia kohdistetaan innovatiivisiin toimiin, joilla ulkoistetaan pk-yritysten t&k-toimintaa. Vuosina 2008–2013 on tarkoitus varata vielä 0,4 miljardia euroa julkisia varoja Eurostars-yhteisohjelmaan, jolla tuetaan tutkimus- ja kehittämistoimintaa harjoittavia pk-yrityksiä.

Kilpailukyvyn ja innovoinnin puiteohjelmassa luodaan yhteys innovoinnin ja innovaatioiden kaupallisen hyödyntämisen välille ja hyödynnetään aiemmin hankittua

⁹ EUVL C 323, 30.12.2006, s. 1–26.

¹⁰ EUVL C 194, 18.8.2006, s. 2–22.

kokemusta. Ohjelmassa on varattu 1,1 miljardia euroa pk-yritysten rahoitusmahdollisuuksien parantamiseen vuosina 2007–2013. Uudella kasvavien ja innovatiivisten pk-yritysten rahoitustuella halutaan lisätä innovatiivisten pk-yritysten omaa pääomaa tekemällä markkinaehtoisia sijoituksia sellaisiin pääomasijoitusrahastoihin, jotka keskittyvät alku- ja laajentumisvaiheessa oleviin pk-yrityksiin.

Täydentäviä välineitä on tarjolla **JEREMIE**-aloitteen piirissä. JEREMIE (Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises) on komission ja Euroopan investointirahaston yhteishanke, jolla halutaan ratkaista pk-yritysten riskipääoman saantiin liittyviä ongelmia eräillä alueilla. Sen avulla jäsenvaltiot voivat halutessaan käyttää osan rakennerahastomäärärahoistaan kehittääkseen erityyppisiä riskipääoma- ja muita rahoitusvälineitä, jotka on erityisesti tarkoitettu pk-yritysten tukemiseen.

Jotta riskipääomamarkkinoita voidaan kehittää niin EU:n kuin jäsenvaltioidenkin tasalla, tarvitaan johdonmukaista politiikkaa ja hyviksi havaittuja toimintamalleja. Komissio edistää **hyvien toimintamallien vaihtamista** kaikilla tasoilla valtakunnan tasosta aluetasolle sekä erityisillä toimialoilla. Erityisesti tuetaan teollisuuden yhteenliittymiä ja innovointiverkostoja.

5. STRATEGIA RAJATYLITTÄVÄN TOIMINNAN EDELLYTYSTEN PARANTAMISEKSI

Politiikalla, joka tukee suoraan innovoinnin rahoittamista, ei yksin saada aikaan kriittistä massaa eikä pystytäkään vastaamaan globaalin talouden haasteisiin. Julkis-yksityisillä yhteistyökumppanuuksilla ja julkisilla toimilla voidaan osaltaan lieventää oman pääoman ehtoisen rahoituksen puutetta, mutta kestäväään ratkaisuun päästään vain sillä, että **yksityiset sijoittajat lisäävät investointejaan**. Sitä varten komission ja jäsenvaltioiden on ryhdyttävä toimiin parantaakseen pääomasijoitusrahastojen toimintaympäristöä, johon kuuluu myös rajatylittävä toiminta.

5.1. Pääomien vapaa liikkuvuus

Pääomien vapaa liikkuvuus kuuluu perustamissopimuksessa vahvistettuihin perusvapauksiin, ja se on tärkein taloudellisen yhdentymisen väline. **Yhdentyneet rahoitusmarkkinat** tuovat hyötyä Euroopan taloudelle, kun pääoman kohdentaminen tehostuu ja pitemmän aikavälin talouskehitys sitä myötä paranee. Hyvin toimivat riskipääomamarkkinat ovat tärkeä osa rahoitusmarkkinoita, etenkin kun ajatellaan innovatiivisemmän ja kilpailukykyisemmän Euroopan tavoitetta.

Siksi onkin varmistettava, että riskipääomamarkkinoilla ja rajojen ylitse toimivissa pääomasijoitusrahastoissa tunnetaan täysin pääoman vapaan liikkuvuuden periaate, jota Euroopan komissio seuraa ja valvoo.

5.2. Varainhankintamahdollisuuksien parantaminen

Riskipääomamarkkinat tarjoavat **institutionaalisille sijoittajille**, kuten pankeille, eläkerahastoille ja vakuutusyhtiöille, mahdollisuuden monipuolistaa sijoitussalkkuaan ja valita riskin ja tuoton suhteelta erilaisten vaihtoehtojen välillä. Joissakin jäsenvaltioissa eläkerahastot joko eivät saa sijoittaa pääomasijoitusrahastoihin lainkaan tai sijoituksiin sovelletaan määrällisiä ja maantieteellisiä rajoituksia. Tällaisissa tapauksissa

pääomasijoitusmarkkinoilla on yksi mahdollinen pääomanlähde vähemmän. Direktiivin 2003/41/EY¹¹ kansallisten täytäntöönpanotoimien myötä EU:n työeläkerahastojen pitäisi saada tehdä **varovaisuusperiaatteeseen** perustuvia päätöksiä pääomasijoitustensa tasosta. Jäsenvaltioita kehoitetaan ulottamaan varovaisuusperiaate myös muuntuyppisiin eläkerahastoihin ja institutionaalsiin sijoittajiin.

Toinen rajatylittävää toimintaa haittaava asia on se, että **suunnatuille aneille ei ole Euroopan tason järjestelyä**. Se nostaa varainhankinnan organisatorisia kustannuksia (etenkin oikeudellisia ja neuvontapalvelumaksuja, jotka jäävät sijoittajien huolehdittaviksi). Tämä taas heikentää tuottoa ja vähentää varainhankinnan houkuttelevuutta. Suunnattu anti on menetelmä, jolla sijoitustuotteita myydään suoraan institutionaalisille sijoittajille. Kansallisilla suunnattuihin anteihin sovellettavilla järjestelmillä pyritään lieventämään monia rajoituksia, joita sovelletaan, kun rahastoa markkinoidaan laajalle kohderyhmälle esimerkiksi listaututtaessa pörssiin. Kansallisissa järjestelmissä on merkittäviä eroja. Yhteisen suunnattujen antien järjestelmän avulla rahastojen hoitajat voisivat olla suoraan tekemisissä eri puolilla EU:ta olevien asiantuntevien sijoittajien kanssa ja laajentaa liiketoimintaansa joutumatta kantamaan huolta piensijoittajien suojelemisesta.

Rahoitusvälineiden markkinoista annetussa direktiivissä¹² on säännöksiä, joilla helpotetaan kokeneiden ammattilaisten välisiä rajatylittäviä liiketoimia, joihin liittyy pääomasijoitusrahastoja koskevia intressejä. Ajateltavissa voisi olla muitakin toimia, joilla helpotettaisiin rajat ylittäviä pääomasijoitustoimia rahastonhoitajien, välittäjien ja kokeneiden sijoittajien välillä.

Komissio analysoi yhdenmukaistamattomien rahastojen – joukossa myös pääomasijoitusrahastot – toimintapuitteita jäsenvaltioissa sekä rajatylittävien suunnattujen antien esteitä. Se raportoi vuoden 2008 alkupuoliskolla mahdollisuuksista perustaa eurooppalainen suunnattujen antien järjestelmä.

5.3. Sääntelykehyksen parantaminen

Parempi sääntelykehys auttaisi vähentämään toimintakustannuksia ja riskiä, kasvattamaan tuottoja, lisäämään riskipääomavirtoja ja **tehostamaan riskipääomamarkkinoita**. Siitä olisi hyötyä kaikille jäsenvaltioille, koska silloin riskipääoma voisi löytää kaikkein soveltuvimmat yrittäjät ja yritykset, joiden kasvu- ja kehittymispotentiaali on paras.

Jos rajatylittävien sijoitusten hallinnolliset esteet poistettaisiin, pienempienkin rahastojen (ja pienemmissä maissa toimivien rahastojen) olisi helpompi **laajentaa maantieteellistä toiminta-alueitaan**, tehostaa toimintaansa, saavuttaa mittakaavaetuja, parantaa tuottoja, erikoistua ja monipuolistaa sijoitussalkkujaan.

On olennaista, että kukin jäsenvaltio huolehtii järjestelyistä, joilla helpotetaan pääomasijoitusrahastojen perustamista ja niiden sijoitustoimintaa. Komissio tunnustaa, että tällaiset ratkaisut ja säännökset on tärkeää tehdä kansallisista lähtökohdista. Viranomaisten olisi omalla toimialueellaan arvioitava kaikki tarjonta- ja kysyntäpuolen tekijät, jotka vaikuttavat oman pääoman ehtoisen rahoituksen puutteeseen, ja selvitettävä, mitä säädöskeinoja tilanteen parantamiseen tarvitaan.

¹¹ EUVL L 235, 23.9.2003.

¹² Direktiivi 2004/39/EY, EUVL L 145, 30.4.2004, s. 1.

Jäsenvaltioita kehoitetaan **tarkistamaan** lainsäädäntöään ja ottamaan huomioon mahdollisuudet tehdä paikallisten sijoitusten ohella myös rajatylittäviä riskipääomasijoituksia. Niiden jäsenvaltioiden, joissa riskipääomatoiminnasta ei ole muodollisesti säädetty, **mahdollisissa uusissa sääntelytoimissa** olisi sallittava rajatylittävä toiminta.

5.4. Verotukseen liittyvien esteiden vähentäminen

Sääntelykysymysten ohella myös verotuskysymykset ovat äärimmäisen tärkeitä. Jotta rajatylittävää pääomasijoittamista ei estettäisi, rahastot olisi rakennettava niin, että sijoittajien oikeudelliset ja verotukseen liittyvät tarpeet otetaan huomioon.

Tätä nykyä rahastoja voidaan perustaa eri puolilla EU:ta **erilaisten oikeusmuotojen**, järjestelmien ja rakenteiden pohjalta. Niiden yhteisvaikutuksena voi olla vääjäämätön kaksinkertainen verotus. Jäsenvaltiot voidaan jakaa karkeasti kolmeen ryhmään:

i) jäsenvaltiot, joissa kehittyneet riskipääomamarkkinat tarjoavat erityisiä rakenteita, jotka soveltuvat koti- ja ulkomaisille riskipääomasijoittajille läpinäkyvän¹³ verotuksen tai verovapauden pohjalta; tällaisia ovat esimerkiksi kommandiittiyhtiöt

ii) jäsenvaltiot, joissa on erityisiä riskipääomarakenteita, joista osa on vapautettu verosta (verotuksen kannalta läpinäkyviä); tällaiset rakenteet ovat kuitenkin liian monimutkaisia tai rajoittavia, joten niitä ei käytännössä käytetä

iii) jäsenvaltiot, joissa ei ole käytössä erityisiä sääntöjä tai säännöksiä eikä soveltuvia rakenteita. Sijoituksia voidaan tehdä ainoastaan offshore- tai välittäjäjärjestelyjen taikka jo toimivan yrityksen kautta (rajoitetun vastuun yhtiöt, kommandiittiyhtiöt, ammattisijoitusyhtiöt samoin kuin tietynlaiset suljetut yhteissijoitusyhtiöt, osakeyhtiöt, paikalliset yhtiöt tai rinnakkaissijoitusyhtiöt).

Toimialan ja jäsenvaltioiden laajassa kuulemisessa¹⁴ kävi ilmi, etteivät Euroopassa tätä nykyä käytetyt riskipääomaan liittyvät rakenteet sovellu kaikille EU:n sisältä tai sen ulkopuolelta tuleville ulkomaisille sijoittajille.

Siksi joudutaan perustamaan mutkikkaita rahastomuotoja, joissa käytetään rinnakkaisia välineitä, jotta rajatylittäviin sijoituksiin liittyvän epäedullisen verokohtelun vaikutukset jäisivät mahdollisimman pieniksi. Tällaisen rakenteen perustamiseen¹⁵ ja hallintoon liittyvät suuret kustannukset ja edelleen jatkuva oikeudellinen epävarmuus saavat nekin pääomasijoitusrahastot suhtautumaan varovaisesti rajatylittävään sijoitustoimintaan.

Nordic Innovation Centre¹⁶ on ehdottanut joitakin ratkaisuja, joilla voitaisiin parantaa pohjoismaisten riskipääomamarkkinoitten toimintaedellytyksiä: kommandiittiyhtiöinä perustettavien rahastojen pitäisi olla verotuksen kannalta läpinäkyviä, rahaston hallintoyhtiöltä ei pitäisi kantaa arvonlisäveroa, eikä ulkomaisia rahastoja pitäisi verottaa.

¹³ Verotuksen läpinäkyvyydellä tarkoitetaan, että tulot ja myyntivoitot eivät periaatteessa ole veronalaisia rahaston tasolla siinä maassa, johon rahasto on sijoittautunut.

¹⁴ Ks. liitteenä oleva asiantuntijaryhmän raportti maaliskuulta 2007.

¹⁵ Jopa 1 prosentti maksujen kokonaismäärästä prosenttiosuutena äänettömän yhtiömiehen sitoumuksista rahaston 10-vuotisena toiminta-aikana.

¹⁶ *Obstacles to Nordic Venture Capital Funds*, Nordic Innovation Centre, syyskuu 2007.

Tällaisesta toimintamallista voisi olla kilpailuetua, ja se vahvistaisi alueen asemaa eurooppalaisilla riskipääomamarkkinoilla.

Komissio on jo toteuttanut erinäisiä välittömään verotukseen liittyviä toimia tarkoituksena parantaa sisämarkkinoiden toimintaa. Kuten komissio riskipääomaa koskevan toimintasuunnitelman täytäntöönpanosta laatimassaan tiedonannossa¹⁷ esitti, kansallisissa sääntelypuitteissa on vielä parantamisen varaa, ja sama koskee taloudellisen ja juridisen **kaksinkertaisen verotuksen poistamista** rajatylittäviltä pääomasijoitustoimilta.

Komissio on perustanut jäsenvaltioiden hallitusten ja yksityisistä asiantuntijoista koostuvan asiantuntijaryhmän **kartoittamaan tapaukset**, joissa rajatylittäviin pääomasijoituksiin sovelletaan EU:ssa **kaksinkertaista verotusta ja muita välittömään verotukseen liittyviä esteitä**. Ryhmän tehtävänä on lisäksi pohtia teknisiä ratkaisuja, joilla asiaan voitaisiin puuttua. Ryhmä esittää raporttinsa vuoden 2008 loppuun mennessä.

5.5. Edistyminen vastavuoroisessa tunnustamisessa

Jotta rajatylittävältä riskipääomaan liittyvältä varainhankinnalta ja sijoituksilta poistettaisiin esteitä ja sisämarkkinoiden hyödyistä päästäisiin nauttimaan, komissio katsoo, että jäsenvaltioissa käytössä olevat toimivat riskipääomarakenteet ja muut ulkomaisille sijoittajille soveltuvat rakenteet voisivat **sopia muuallekin** ja että ne olisi hyvä **tunnustaa muuallakin**. Käytännössä tarvitaan joitakin muutoksia sääntelyyn, ja rakenteiden täytäntöönpanoon on sitouduttava sekä valtiovallan että teollisuuden tasolla.

Parhaassa tapauksessa voitaisiin perustaa yksi ja sama riskipääomarakenne, joka tarjoaa samat toimintaedellytykset kaikkien rahastojen sijoittajille koko EU:ssa. Ratkaisu ei merkitsisi sitä, etteikö käytössä olevia kansallisia rakenteita voitaisi edelleen käyttää kansallisiin ja paikallisiin rahastoihin. Tällaiseen ratkaisuun tuskin päästään lyhyellä aikavälillä, sillä tilannetta mutkistaa eri lainkäyttöalueilla sijaitseviin sijoittajiin sovellettava erilainen verotuskohtelu.

Koska käsillä olevat kysymykset ovat mutkikkaita ja asiaan liittyy sääntely- ja verotuskysymyksiä jäsenvaltioissa, komissio pitää parhaana pyrkiä lisätoimin **yhteisymmärrykseen** pääomasijoitusrahastojen ja niiden sijoittajien keskeisistä piirteistä. Asiaa veisi eteenpäin, jos **jäsenvaltiot tunnustaisivat toistensa olemassa olevat toimintapuitteet**. Pirstaleisilla riskipääomamarkkinoilla se olisi **lyhyellä aikavälillä** pragmaattisin etenemistapa.

Kestävähajautuksen ja tehokkaitten riskipääomamarkkinoitten aikaansaamiseksi jäsenvaltioiden olisi tarkistaessaan voimassa olevia tai antaessaan uusia säädöksiä otettava huomioon seuraavat hyvien toimintamallien ominaispiirteet:¹⁸

- **Pääomasijoitusrahastojen keskinäinen tunnustaminen:** Pääomasijoitusrahaston ei tarvitsisi sijoittautua kuin omalle lainkäyttöalueelleen, ja muut jäsenvaltiot tunnustaisivat rahaston vastaavaksi kuin kotimaiset pääomasijoitusrahastot. Erillistä sijoittautumista kullekin alueelle ei siis tarvittaisi. Kansalliset viranomaiset tunnustaisivat, että niiden

¹⁷ KOM(2003) 654, 4.11.2003.

¹⁸ Ks. liitteenä oleva asiantuntijaryhmän raportti maaliskuulta 2007.

markkinoilla toimivaan rahastoon, jonka kotipaikka on toisessa jäsenvaltiossa, sovelletaan jo rahaston kotimaan sääntelyä.

- Jos **rahastonhoitaja**, johon sovelletaan rahaston kotimaan sääntelyä, voisi toimia suoraan myös sijoitusten kohdemaassa ilman että sen tarvitsisi olla sijoittautunut sinne, toimintakustannukset vähenisivät ja toiminta nopeutuisi.

Komissio tunnustaa, että ehdotettu ratkaisu edellyttää **keskinäisesti hyväksyttävän tasoista valvontaa ja avoimuutta**. Kansalliset toimivaltaiset viranomaiset voisivat tältä pohjalta tunnustaa, että muista jäsenvaltioista tuleviin pääomasijoitusrahastoihin sovelletaan vastaavia järjestelyjä, ja huolehtia **yhteistyöstä ja vertailukelpoisesta valvonnasta** jo olemassa olevien yhteistyöjärjestelyjen puitteissa.

Pääomasijoitusrahastojen ja hallintoyhtiöiden olisi erittäin suotavaa sitoutua maailmanlaajuisesti sovellettavien alan standardien henkeen ja sisältöön. Sijoituskohteina toimivat yritykset voivat, kuten muissakin sopimusjärjestelyissä, riitatapauksissa vedota sovellettavaan lainsäädäntöön.

6. PÄATELMÄT

6.1. Seuraavat toimet ja suositukset

Rajatyliittävän varainhankinnan ja sijoitustoiminnan parantamiseksi komissio toteuttaa seuraavat toimenpiteet:
– Se analysoi rajatyliittäviin suunnattuihin anteihin sovellettavia kansallisia malleja ja antien esteitä. Vuoden 2008 alkupuoliskolla esitetään raportti mahdollisuuksista perustaa eurooppalainen suunnattujen antien järjestelmä. – Se kartoittaa yhdessä jäsenvaltioiden asiantuntijoiden kanssa tapaukset, joissa rajatyliittäviin pääomasijoituksiin sovelletaan kaksinkertaista verotusta ja muita välittömään verotukseen liittyviä esteitä. Asiantuntijaryhmä esittää raporttinsa vuoden 2008 loppuun mennessä. – Se analysoi raporttien perusteella mahdollisuuksia tavoitella yhteisesti määriteltujen piirteiden avulla EU:n laajuisia toimintapuitteita riskipääomalle. Komissio selvittää myös keinoja auttaa jäsenvaltioita keskinäisessä tunnustamisessa.
Markkinoiden hajanaisuuden vähentämiseksi ja riskipääomarahoituksen hankkimisen ja pääomasijoitusten edellytysten parantamiseksi komissio kehottaa jäsenvaltioita seuraaviin toimiin:
– <i>Varovaisuusperiaate ulotetaan koskemaan myös muuntyyppisiä institutionaalisia sijoittajia</i>, kuten eläkerahastoja, ellei tilanne ole jo tämä. – Pyritään <i>yhteisymmärrykseen</i> pääomasijoitusrahastojen ja ammattisijoittajien keskeisistä piirteistä ja harkitaan <i>kansallisten toimintapuitteitten keskinäistä tunnustamista</i>. – <i>Poistetaan sääntelyyn ja verotukseen liittyviä esteitä</i> tarkistamalla voimassa olevaa lainsäädäntöä tai säätämällä uusia lakeja. Tavoitteena on antaa kaikille

pääomasijoitusrahastoille, myös pienemmille erikoistuneille rahastoille, mahdollisuus erikoistua ja monipuolistua. Sitä varten rahastojen ja hallintoyhtiöiden olisi voitava tehdä sijoituksia rajojen ylitse samoilla ehdoilla kuin kotimaassa. Erillistä rekisteröintiä ei tällöin vaadittaisi.

– Huolehditaan yhteistyöstä ja keskinäisesti hyväksyttävän tasoisesta valvonnasta ja avoimuudesta.

– Edistetään kilpailukykyisten klusterien kehittämistä ja likvidejä irtautumismarkkinoita.

6.2. Yhteistyökumppanuus

Suosittelujen toteuttamiseen ja edistymiseen eurooppalaisten riskipääomamarkkinoitten toteuttamisessa tarvitaan **tiivistä yhteistyötä** jäsenvaltioiden, Euroopan komission ja toimialan kesken.

Komissio seuraa riskipääomamarkkinoitten kehitystä myös **kansallisissa uudistusohjelmissä** esitettyjen tietojen pohjalta.

Komissio jatkaa toimiaan sen hyväksi, että aikaan saadaan entistä yhtenäisemmät riskipääomamarkkinat, jotka parantavat innovatiivisten pk-yritysten mahdollisuuksia hankkia rahoitusta. Se esittää asiaa käsittelevän raportin taas vuonna 2009.