



Valtiovarainministeriö
valtiovarainministerio@vm.fi

LAUSUNTO KOSKIEN ARVOPAPERIEN SÄILYTYSMALLIEN LAAJENTUMISEN JA YHDENTYVIEN MARKKINARAKENTEIDEN TOTEUTUMISEN ARVIOINTIA SEKÄ ARVOPAPERIKESKUSASETUKSEN TÄYTÄNTÖÖNPANON VALMISTELUA KOSKEVAA TYÖRYHMÄMUISTIOTA

Valtiovarainministeriö on pyytänyt 1.7.2014 Keskuskauppakamarilta lausuntoa koskien työryhmän valmistelemaa muistiota arvopaperikeskusasetuksen täytäntöönpanon valmistelusta. Keskuskauppakamari kiittää mahdollisuudesta lausua asiassa ja esittää lausuntonaan seuraavaa.

1. Arvopapereiden säilytys- ja selvitystoiminta on keskeinen osa toimivia arvopaperimarkkinoita, sillä se mahdollistaa tehokkaan arvopaperivaihdannan. Yritysten mahdollisuus saada rahoitusta arvopaperimarkkinoilta on riippuvainen arvopaperivaihdannasta ja siten myös säilytys- ja selvitystoiminnan tehokkuudesta. Säilytys- ja selvitystoiminnan kustannukset heijastuvat viime kädessä yritysten arvopaperimarkkinoilta hakeman rahoituksen hintaan – silloinkin kun säilytys- ja selvitystoiminnan kustannukset kohdistuvat ensisijaisesti esimerkiksi sijoittajiin.

Nykyään kansainvälisten arvopaperimarkkinoiden voidaan katsoa koostuvan lukuisista kansallisesti säännellyistä säilytys- ja selvitysjärjestelmistä. Tämä fragmentoituminen näkyy erityisen selvästi tarkasteltaessa EU:n sisämarkkinoita. Lukuisten erilaisten kansallisten säilytys- ja selvitysjärjestelmien yhteistoiminnasta aiheutuu ilmeisiä tehokkuustappioita ja ylimääräisiä kustannuksia. Tämä nostaa eurooppalaisten yritysten rahoituskustannuksia, heikentää niiden kilpailukykyä ja siten osaltaan hidastaa talouskasvua. Tämän lisäksi kansalliset erityisvaatimukset usein lisäävät yritysten kustannuksia kansallisella tasolla, heikentäen kansallista kilpailukykyä ja arvopaperimarkkinoiden houkuttelevuutta rahoituksen lähteenä.

EU:n komissio on jo useiden vuosien ajan pyrkinyt harmonisoimaan arvopaperimarkkinoiden toiminnan eri osa-alueita ja siten luomaan edellytykset tehokkaille yhteiseurooppalaisille arvopaperimarkkinoille. Komission ehdotus arvopaperiasetukseksi on nähtävä yhtenä askeleena, jolla pyritään turvaamaan eurooppalaisten yritysten kilpailukyky globaaleilla rahoitusmarkkinoilla. Tehokkaat yhteiseurooppalaiset arvopaperimarkkinat tukevat talouskasvua ja ovat kiistatta myös suomalaisen elinkeinoelämän etu.

Keskuskauppakamari tukee arvopaperimarkkinoiden säilytys- ja selvitystoiminnan harmonisointia.



2. Arvopaperikeskuksilla on merkittävä rooli säilytys- ja selvitysjärjestelmän toiminnassa. Komission ehdotuksen keskeisenä tavoitteena on harmonisoida kansallisesti toimivien arvopaperikeskusten toiminnalle asetettavat edellytykset, jotka koskevat mm. toiminnan järjestämistä, toiminnan turvallisuutta ja luotettavuutta sekä erityisesti rajat ylittävää säilytys- ja selvitystoimintaa. Näin pyritään luomaan puitteet, joilla arvopapereiden säilytys- ja selvitys voitaisiin tehokkaimmin toteuttaa eri jäsenmaiden välillä.

Kuten työryhmän muistiosta käy ilmi, Euroopassa on toiminnassa kansallisesti erityyppisiä säilytysmalleja, moniportaisen säilytyksen olleessa selvästi käytetyin säilytysmuoto. Komission ehdotuksen tavoitteena on poistaa esteet arvopaperikeskusten väliseltä kilpailulta ja siten luoda olosuhteet, joilla markkinat voivat kehittyä kohti kustannustehokkaimpia ratkaisuja.

Keskuskauppakamari pitää ehdotettua markkinalähtöistä sääntelytapaa oikeana.

3. Ehdotuksen tavoitteen toteutumisen kannalta Keskuskauppakamari pitää erittäin tärkeänä, että liikkeeseenlaskijalle turvataan aito mahdollisuus valita arvopaperikeskus, jossa arvopaperit on laskettu liikkeelle. Muodollisten sääntelyesteiden purkamisen lisäksi on huolehdittava siitä, ettei liikkeeseenlaskun järjestämiselle tai arvopaperikeskuksen vaihtamiselle muodostu tosiasiallisia, käytännön esteitä.

Keskuskauppakamari yhtyy siihen työryhmän näkemykseen, että suomalaisia sijoittajia koskeva kielto hallintarekisteröidä arvopaperiomistus muodostaa nykytilanteessa esteen arvopapereiden liikkeeseenlaskulle muussa kuin Suomessa toimiluvan saaneessa arvopaperikeskuksessa ja siten tosiasiallisesti estää kilpailun eri säilytysjärjestelmien välillä.

Keskuskauppakamari pitää näin ollen tärkeänä, että moniportainen säilytys mahdollistetaan myös suomalaisille sijoittajille.

4. Keskuskauppakamari haluaa samalla muistuttaa, että säilytys- ja selvitystoiminnan kustannustehokkuus on arvopaperikeskusten toiminnan lisäksi riippuvainen muista säilytys- ja selvityspalveluista tarjoavista toimijoista. Moniportaisen säilytyksen avaaminen mahdollistaa myös sen, että nykyiset arvopaperikeskuksen osapuolet voivat suomalaisen arvopaperikeskuksen sijaan järjestää säilytyspalvelut muiden säilytyspalveluntarjoajien kautta, mikä lisää alan kilpailua. Tehokkailla markkinoilla kilpailu tyypillisesti takaa parhaiten säilytyspalvelujen kokonaistehokkuuden, jolloin saavutettavat tehokkuushyödyt myös kanavoituvat loppukäyttäjille, eli sijoittajille ja rahoitusta hakeville yhtiöille.

On kuitenkin huomattava, että säilytys- ja selvityspalveluja koskevassa arvoketjussa arvopapereita liikkeeseenlaskevilla yhtiöillä ei tule jatkossakaan olemaan mahdollista valita muita säilytys- ja selvitystoimintaan osallistuvia palveluntarjoajia kuin arvopaperikeskus, jossa yhtiön arvopaperit on liikkeeseenlaskettu. Muu säilytystä ja selvitystä koskeva infrastruktuuri rakentuu säilytyspalveluntarjoajien ja viimekädessä sijoittajien tekemien valintojen ympärille. Tämä on syytä huomioida esimerkiksi silloin, kun sääntelyssä otetaan kantaa eri säilytys- ja selvitystoiminnasta aiheutuvien kustannusten allokaatioon, erityisesti säilytysketjun välityksellä tapahtuvan tiedonvälityksen osalta. Vain sijoittajilla on mahdollisuus kilpailuttaa säilytys- ja selvityspalveluiden tarjoajia. Siten arvopapereiden säilytyksessä ja selvityksessä syntyviä kustannuk-



sia, jotka ovat liikkeeseenlaskijan vaikutusmahdollisuuksien ulkopuolella, ei tulisi kohdentaa liikkeeseenlaskijoihin.

Keskuskauppakamari ei pidä ehdotettua omistajatietojen välittämisestä aiheutuvien kustannusten jakamista koskevaa ratkaisua sääntelyn tavoitteiden mukaisena ja esittää siihen muutoksia. Yksityiskohtaisemmat muutosehdotukset käyvät ilmi lausunnon liitteestä.

5. Keskuskauppakamari haluaa muistuttaa, että Suomessa nykyään toteutettu yleisöjulkisuus on eurooppalaisessa ja kansainvälisessä vertailussa täysin poikkeuksellinen. Työryhmän ehdotus on lähtökohdaltaan oikea siinä, että yleisöjulkisuutta on rajoitettu. Tästä huolimatta tosiasiaksi jää, että ehdotuksessa edellytetty yleisöjulkisuus aiheuttaa arvopaperimarkkinoiden toiminnalle selviä lisäkustannuksia, jotka viime kädessä lisäävät suomalaisten yritysten rahoituskustannuksia ja siten heikentävät niiden kansainvälistä kilpailukykyä.

Omistusten julkisuus toteutuu yhteiseurooppalaisessa sääntely-ympäristössä yhteisten, kaikkia jäsenmaita velvoittavien liputussäännösten avulla. Nykyinen rajaton yleisöjulkisuus on Suomessa historiallinen jäännös, jonka tosiasiallinen merkitys on hävinnyt samanaikaisesti, kun suomalaisten sijoitusportfoliot jatkavat monipuolistumistaan ja kansainvälistymistään. Yleisöjulkisuuden kohdistuminen vain suomalaisten omistamiin Suomessa rekisteröityjen yhtiöiden julkisen kaupankäynnin kohteena oleviin osakkeisiin ei ole enää perusteltavissa. Työryhmän muistiossa yleisöjulkisuus on ehdotettu toteutettavaksi paitsi uutena perustettavan julkisen osakerekisterin myös yhtiöiden ylläpitämien osakasluetteloiden julkisuuden avulla. Ehdotetut toiminnot ovat siten osin päällekkäisiä. Yhtiöiden hallinnollista taakkaa ei tulisi näin lisätä ottaen huomioon, että arvopaperimarkkinoilla toimivat yhtiöt voivat Suomessa olla kooltaan ja resursseiltaan varsin pieniä. Erilaiset hallinnollisista velvoitteista aiheutuvat lisäkynnykset ovat myös erityisen vahingollisia ajatellen uusia listautumisia ja yhtiöiden listautumis- halukkuutta.

Keskuskauppakamari katsoo, että yleisöjulkisuuden tosiasiallisia hyötyjä tulisi punnita toteuttamisesta aiheutuviin kustannuksiin ja että yleisöjulkisuudesta tulisi siten voida luopua.

6. Työryhmän muistiossa on tarkasteltu lyhyeen toimikauteen nähden monipuolisesti arvopaperimarkkinoiden säilytys- ja selvitystoimintoja ja niitä koskevia kehityslinjoja. Muistiossa kustannustehokkuus ja kilpailun esteet on tunnistettu hyvin jälkimarkkinoiden näkökulmasta.

Arvo-osuusjärjestelmään liittyminen I. osakkeiden dematerialisointi tapahtuu usein listautumisen yhteydessä ensimmäistä kertaa. Tulevaisuudessa dematerialisointi voi hyvin tapahtua myös muussa kuin suomalaisessa arvopaperikeskuksessa. Jatkovalmistelussa olisi hyvä pohdita edelleen, miltä osin voitaisiin luopua nykyisistä osakkeen arvo-osuusjärjestelmään liittämistä koskevista säännöksistä – liittyen esim. yhteistilien käyttöön – ja korvata ne yleisimmillä säännöksillä, jotka joustavammin mahdollistaisivat ulkomaisissa arvopaperikeskuksissa yleisesti käytössä olevat, hyväksyttävät toimintatavat.



Keskuskauppakamari katsoo, että jatkovalmistelussa olisi hyvä syventää tarkastelua ensimarkkinoiden ja listautumisten näkökulmasta.

7. Työryhmämuistio sisältää laajojen perustelujen lisäksi ehdotukset varsinaiseksi säädöstekstiksi. Ehdotetuissa säännöksissä esiintyy vielä epätarkkuutta ja tulkinnanvaraisuutta, ja veloitteiden kokonaisuus on vaikeasti hahmotettavissa. Säädöstekstiä ja sääntelyn rakennetta on syytä terävöittää ja kehittää edelleen jatkovalmistelussa. Jo nykyään on havaittavissa, että yhtiöiden listautumishalukkuutta vähentää pörssi-yhtiöitä koskeva sääntely-ympäristö, joka koetaan monimutkaisena ja raskaana. Sen lisäksi, että yhtiöiden tosiasiallista hallinnollista taakkaa on pyrittävä minimoimaan, on tärkeää, että lainsäädäntöteknisillä ratkaisuilla ei lisätä vaikutelmaa sääntelyn raskaudesta.

Keskuskauppakamari pitää tärkeänä, että arvopaperimarkkinoille osallistuvien yhtiöiden veloitteet on ilmaistu lainsäädännössä selkeästi ja helposti ymmärrettävästi.

KESKUSKAUPPAKAMARI

Leena Linnainmaa
varatoimitusjohtaja



LIITE

OMISTAJATIETOJEN KERÄÄMISESTÄ AIHEUTUVAT KUSTANNUKSET JA NIIDEN JAKAUTUMINEN MARKKINAOSAPUOLTEN VÄLILLÄ

Ehdotuksessa omistajatietojen keräämisestä aiheutuvat kustannukset on ehdotettu jaettavaksi pääsääntöisesti siten, että erillisistä viranomaispyynnöistä johtuvat tiedonvälityksen kustannukset jäävät säilytysketjussa toimivien palveluntarjoajien kannattavaksi. Sen sijaan muissa tapauksissa säädettäisiin säilyttäjäille oikeus periä tiedonvälityksestä aiheutuvat kustannukset arvopapereiden liikkeeseenlaskijoilta. Näin silloinkin, kun tiedon tarve on säännöllistä ja perustuu yhtiöille ehdotettujen lain velvoitteiden täyttämiseen – erityisesti päivittäin päivitettävään osakasluettelon ylläpitoon sekä erillisen julkisen omistajarekisterin ylläpitoon.

Keskuskauppakamari katsoo, että liikkeeseenlaskijalle ehdotettu velvollisuus korvata säilytysketjussa aiheutuneet kulut ei ole perusteltavissa.

Liikkeeseenlaskijalla ei ole mahdollisuutta vaikuttaa tietojen keräämisestä aiheutuviin kustannuksiin sen enempää yksittäisen säilyttäjän tai säilytysketjun kokonaisuudenkaan kannalta. Kustannuksiin voi vaikuttaa yksittäisten säilyttäjien toiminnan tehokkuus tai säilyttäjien ja alisäilyttäjien yhteistoiminnan tehokkuus. Kustannuksiin vaikuttaa myös säilytysketjun pituus, eli kuinka monta palveluntarjoajaa säilytysketjussa on. Vain sijoittaja voi kilpailuttaa säilytyspalveluntarjoajan ja tehokkaasti vaikuttaa siihen, minkä säilyttäjän hän valitsee, valitseeko hän suoraan hallitun vai hallintarekisteröidyn säilytyksen ja kuinka pitkän säilytysketjun kautta hän säilyttää arvopaperinsa. Säilytyksestä aiheutuvat kustannukset tulisi siksi valua säilytysketjussa sijoittajalle, jotta kilpailuilla markkinoilla säilyttäjäillä olisi aito kannustin minimoida toiminnasta aiheutuvat kustannukset.

Sen lisäksi, että liikkeeseenlaskijoilla ei ole mitään mahdollisuutta vaikuttaa tietojen keräämisestä aiheutuneisiin kustannuksiin, liikkeeseenlaskijoilla ei liene mitään mahdollisuutta verifioida korvattavaksi esitettäviä kustannuksia. Liikkeeseenlaskijoilla ei ole myöskään mitään mahdollisuutta ennakoida syntyviä kustannuksia, sillä kustannukset riippunevat kulloisestakin osakkeenomistajien lukumäärästä ja heidän käyttämästään palveluntarjoajien ketjusta sekä sijoittajien valitsemien säilyttäjien toiminnan tehokkuudesta. Tätä ennakoimattomuutta voidaan pitää erityisen ongelmallisena yhtiöiden listautumiskynnyksen kannalta arvioituna.

Keskuskauppakamari katsoo, että liikkeeseenlaskijalle ei tulisi säätää velvollisuutta korvata kuluja, jotka koskevat laista seuraavien velvoitteiden täyttämistä eli osakasluettelon ylläpidon ja julkisen osakerekisterin ylläpidon edellyttämien tietojen toimittamista.

Jos liikkeeseenlaskijalla on näiden velvoitteiden lisäksi muita omaehtoisia tiedonsaantitarpeita, kohtuullisten kustannusten korvaamisesta säättäminen on mahdollista, sillä tällöin liikkeeseenlaskija voi viime kädessä itse päättää, pyytääkö kyseisiä omistajatietoja toimitettavaksi vai ei.

Keskuskauppakamari katsoo, että sääntelyssä tulisi lähteä siitä, että myös PRH:n ylläpitämään julkiseen omistajarekisteriin ja muihin lain edellyttämiin rekistereihin kerättävät tiedot määritellään sellaisiksi viranomaiskyselyiksi, joista aiheutuvat kustannukset jäävät säilytyspalveluiden tarjoajien ja sijoittajien kannettavaksi.



Tämä on jo lähtökohtana muiden viranomaiskyselyjen osalta, joskin tietojen toimittamista koskevaa sääntelykokonaisuutta ei voida pitää vielä täysin selvänä tai johdonmukaisena:

- Ehdotetun lain arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta (LAOS) 6 luvun 5 §:ssä säädetään hallintarekisteröinnin hoitajan velvollisuudesta toimittaa osakkeenomistajaa koskevia tietoja liikkeeseenlaskijalle – liikkeeseenlaskijan julkista omistajarekisteriä varten keräämät tiedot mainitaan nimenomaisesti. Pykälän kolmannessa momentissa todetaan, että hallintarekisteröinnin hoitaja saa periä liikkeeseenlaskijalta keräämisestä aiheutuneet kohtuulliset kulut. Pykälän yksityiskohtaisissa perusteluissa ei anneta mitään tarkempaa ohjeistusta sille, miten kulujen kohtuullisuutta tulisi arvioida.
- Kyseiset säännökset koskevat kaikkia arvo-osuusjärjestelmässä säilytettäviä arvopapereita eikä siten olisi rajattu suomalaisten yhtiöiden osakkeisiin, julkisesti noteerattuihin osakkeisiin tai osakkeisiin ylipäätään. Säännökset sananmukaisesti koskisivat myös ulkomaisessa arvopaperikeskuksessa liikkeeseenlaskettuja suomalaisten yhtiöiden arvopapereita, jos kyseiset arvopaperit on esimerkiksi liitetty arvo-osuusjärjestelmään LAOS 7:3 tarkoitetulla arvopaperikeskusten välisellä linkillä. Siten liikkeeseenlaskijalle syntyisi velvollisuus korvata suomalaisten hallintarekisterinhoitajien kustannukset silloinkin, kun liikkeeseenlaskija on valinnut muun kuin suomalaisen arvopaperikeskuksen.
- Ehdotetun LAOS 4:2 mukaan liikkeeseenlaskijan on tehtävä sopimus tietojen luovuttamisesta arvopaperikeskuksen tai kolmannen osapuolen kanssa. Saman pykälän mukaan tiedon toimittamisvelvollisuus kohdistuu arvopaperikeskukseen, sen osapuoleen tai sopimuskomppanina olevaan kolmanteen osapuoleen. Näiltä osin kustannusten korvaamisesta ei kuitenkaan nimenomaisesti säädetä.
- Myös ehdotus laiksi arvopaperitileistä 10 a § sisältää kustannusten korvaamista koskevan säännöksen. Pykälässä todetaan, että säilyttäjällä (so. omaisuudenhoitotiilin haltijalla) on velvollisuus toimittaa osakkeenomistajaa koskevat tiedot liikkeeseenlaskijalle. Saman pykälän 4 momentin mukaan säilyttäjä saa periä kohtuulliset kulut paitsi liikkeeseenlaskijalta myös alisäilyttäjältä ja arvopaperien lopulliselta omistajalta – paitsi kun kyse on viranomaisen tiedonsaanti-pyyynnöstä. Ehdotetussa säännöksessä jää toisin sanoen täsmentämättä, keneltä kustannukset tulee periä.
- Edellä mainittujen säännösten lisäksi nykyisen arvopaperimarkkinalain (AML) 8:8 sisältää hallintarekisteröinnin hoitajaa ja säilyttäjää koskevan velvollisuuden toimittaa omistajatietoja liikkeeseenlaskijalle. AML 8:8 sovelletaan ainoastaan liikkeeseenlaskijaan, jonka yhtiöoikeudellinen kotipaikka on Suomessa ja jonka arvopaperi on kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla. AML 8:8 yhteydessä ei ole nykyään säädetty liikkeeseenlaskijan velvollisuudesta korvata tiedon keräämisestä aiheutuneet kustannukset.

Keskuskauppakamari katsoo, että niiltä osin kun liikkeeseenlaskijan tulee korvata tietojen toimittamisesta aiheutuvat kustannukset, laissa tulisi antaa selvästi täsmällisemmät puitteet siihen, kenen ja mitkä kustannukset korvataan (välittömät/välilliset), miten korvauksen kohtuullisuutta on arvioitava ja miten kustannuksia koskeva läpinäkyvyys ja mahdolliset erimielisyydet on mahdollista ratkaista.