



## Valtiovarainministeriö

Arvopaperien säilytysmallien laajentumisen ja yhdentyvien markkinarakenteiden toteutumisen arviointi sekä arvopaperikeskusasetuksen täytäntöönpanon valmistelu VM 033:00/2014

### LAUSUNTO valtiovarainministeriön työryhmämuistioon

Valtiovarainministeriö on pyytänyt Finanssialan Keskusliitolta (FK) lausuntoa työryhmämuistioon arvopaperien säilytysmallien laajentumisesta ja arvopaperikeskusasetuksen täytäntöönpanon valmistelusta. Lausuntonaan FK esittää seuraavan.

#### 1 Yhteenveto

- **Arvopaperimarkkinoiden kilpailukyky ja yhteentoimivuus.** – FK kannattaa työryhmän ehdotuksia avata arvopaperien liikkeeseenlasku ja säilytystoiminta EU:n laajuiselle kilpailulle. Uudistukset parantavat suomalaisten yritysten rahoitusmahdollisuuksia ja integroivat Suomen arvopaperimarkkinat kiinteäksi osaksi EU:n yhteismarkkinoita. Uudistusten käytännön toteutus edellyttää sisämarkkinoille yhteensopimattoman hallintarekisteriäntikiellon purkamista ja markkinaosapuolten oikeutta valita tarpeisiinsa sopiva tili-malli. Suoran hallinnan malli säilyisi kuitenkin muiden Pohjoismaiden tavoin järjestelmän pohjana.
- **Eurooppalaisen selvityksen ja säilytyksen rakennemuutokset Suomen etu.** – EU:n arvopaperikeskusasetusta ja Euroopan keskuspankin TARGET2 Securities – järjestelmää (T2S) on tarkasteltava kokonaisuutena. Muutoksien seurauksena nykyiset 29 kansallista, usein suljetusta monopoliasemasta nauttivaa arvopaperikeskusta avataan tosiasialliselle kilpailulle. Järjestelmään liittyvät arvopaperikeskukset muodostavat yhtenäisen kokonaisuuden, joiden välillä arvopaperikaupat selvitetään turvallisesti rajan yli keskuspankkirahassa. Arvopapereita voidaan siirtää ja säilyttää luotettavasti ja edullisin kustannuksin arvopaperikeskusten välillä. EKP:n tavoitteena ei ole piilottaa suomalaisten osakeomistuksia.
- **Kansallisen säilytysmonopolin purku on perusteltua.** – Kyseessä on suuri markkinarakenteen muutos, jota voidaan verrata esimerkiksi tele- tai sähköverkojen monopolien purkuun. Hallintarekisterijärjestelmä on edellytys sille, että muut eurooppalaiset arvopaperikeskuskonsernit voisivat tarjota palveluita Suomeen. Hallintarekisterikiellon ylläpitäminen johtaisi ilmeiseen ristiriitaan asetuksen ja T2S:n tavoitteiden kanssa.
- **Laaja yleisöjulkisuus turvattava.** – Muutokset on saatettava voimaan tavalla, joka turvaa myös laajemmat yhteiskunnalliset intressit, kuten suomalaisen osakeomistuksen yleisöjulkisuuden.
- **Viranomaisten tiedonsaanti ei riipu valitusta tilimallista.** – Pankit raportoivat tilimallista riippumatta kaikki kaupat Finanssivalvonnalle. Vastaavasti Verohallinnolle toimitettaisiin samat tiedot kuin nykyisinkin esitetytyn veroilmoituksen pohjaksi. Esitetyt veroilmoitus on palvelu, jota pankkien asiakkaat arvostavat.



## 2 Miksi arvopaperien hallintajärjestelmää on tarpeen uudistaa?

Eurooppalainen arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristö on perustavanlaatuisen muutosten kohteena. Tavoitteena on luoda koko EU:n alueelle yhtenäinen finanssialan sääntökirja sekä yhtenäiset puitteet eurooppalaisten finanssi-infrastruktuurien, kuten pörssien, keskusvastapuolten ja arvopaperikeskusten toiminnalle.

Pörssimonopolit avattiin kilpailulle vuonna 2007 voimaantulleella MiFID-direktiivillä ja vuonna 2012 voimaan tullut EMIR-asetus pyrkii poistamaan kilpailun esteet keskusvastapuolten toiminnalta. Arvopaperikeskusasetus puolestaan avaa arvoketjun viimeisen osan eli selvityksen ja säilytyksen EU:n laajuisille aidoille ja yhtenäisille sisämarkkinoille. EU:n alueella toimii nykyisellään yli 30 tehottomiin monopolirakenteisiin tukeutuvaa kansallista arvopaperikeskusta.

Selvitys- ja säilytystoiminnan hajanaisuus EU:n alueella on omiaan nostamaan eurooppalaisten yhtiöiden rahoituskuluja, sillä rajat ylittävä toiminta on nykyisellään riskialtista ja kallista. Erilliset ja yhteentoimimattomat järjestelmät ovat myös ristiriidassa yhteisvaluuttaluueen tavoitteiden kanssa. Vuosien 2015–2017 aikana vaihteittain käyttöönotettava Euroopan keskuspankin T2S-selvitysalusta yhdistää siihen liittyvät 29 arvopaperikeskusta saumattomaksi kokonaisuudeksi. Kysymys on saman tyyppisestä infrastruktuuripalveluiden yhteentoimivuudesta ja kilpailun vapauttamisesta kuin esimerkiksi aikanaan on tehty matkapuhelin- tai sähköverkkojen osalta.

Jotta uusi yhtenäinen järjestelmä voisi toimia ja toteutua myös myös käytännössä, jäsenvaltiot on yhdenmukaistettava lakejaan ja palveluntarjoajien toimintatapojaan. Eurooppalainen sääntely- ja markkinakehitys edellyttää siten myös Suomen arvo-osuusjärjestelmään muutoksia. FK pitää maamme rahoitusmarkkinoiden toiminnan kannalta tärkeänä, että Suomessa toimivat finanssitoimijat, liikkeeseenlaskijat ja arvopaperikeskus voivat hyödyntää asetuksen tuomat mahdollisuudet täysimääräisesti ja kilpailla tasavertaisesti muiden EU-markkinoiden kanssa.

Työryhmä on ehdottanut, että jatkossa suomalaisella sijoittajalla olisi oikeus valita omistustensa säilytykseen joko nykyisin käytössä oleva suora arvo-osuustili tai hallintarekisteröity tili. Suomessa otettaisiin käyttöön samantyyppinen hallintamalli kuin Ruotsissa, jossa molemmilla tilimalleilla on oma käyttäjäkuntansa.

Muutokset ovat tarpeen useista alla esitetyistä syistä:

### 2.1 Asiakkaiden säilytystarpeet ovat muuttuneet

Asiakkaiden säilytystarpeet ovat muuttuneet arvopaperimarkkinoiden kehittyessä ja markkinat nykyisellään koostuvat varsin monenlaisista sijoittajista. Siksi sijoittajilla tulee olla oikeus valita säilytystarpeeseen parhaiten sopivin säilytysmuoto. Osakesäästäjän tai pitkäaikaisijoittajan näkökulmasta korostuu muun muassa riskittömyys ja yhtiötapauksien, kuten osinkojen tai yhtiökokousosallistumisen vaivaton toteuttaminen. Tätä silmälläpitäen suora tili arvopaperikeskuksessa on varmasti monelle jatkossakin houkutteleva vaihtoehto. Sitä vastoin ammattimaisessa sijoitustoiminnassa arvo-osuuksilla käydään jatkuvasti kauppaa ja



arvopaperisalkkua käytetään aktiivisesti erilaisiin vakuustarpeisiin.<sup>1</sup> Tällaisen sijoittajan näkökulmasta korostuvat erityisesti vaihdannan ja selvitystoiminnan tehokkuus, joka puoltaa hallintarekisteröityä säilytysmallia. Uudistus antaa myös suomalaisille pankeille nykyistä paremmat mahdollisuudet tarjota palvelujaan erityyppisille sijoittajille.

## 2.2 Pienempien toimijoiden mahdollisuus tarjota tilipalveluita turvattava

Euroopassa tapahtuvat uudistukset markkinarakenteissa luovat pienemmille suomalaisille pankeille ja sijoituspalveluyrityksille kilpailullisia haasteita. Liittyminen arvopaperikeskusten suoraksi osapuoleksi edellyttää mittavia järjestelmäinvestointeja ja lisää hallinnollista taakkaa. Eurooppalaiset pörssit, keskusvastapuolet ja arvopaperikeskukset antavat tavallisesti paljousalennuksia kaupankäynti- ja selvitysvolyymien perusteella.

Pienelle pankille tai sijoituspalveluyritykselle ei ole välttämättä taloudellisesti kannattavaa pyrkiä suoraksi osapuoleksi, puhumattakaan useamman palveluntarjoajan jäseneksi. Asiakkaiden kannalta tärkeät palvelut voidaan ostaa myös markkinoilla toimivilta suurilta pankeilta. Tällöin paikallinen pankki tai sijoituspalveluyritys voi hyödyntää hallintarekisterimahdollisuutta ja säilyttää asiakkaidensa arvopapereita omassa alakirjanpidossaan. Tällä tavoin voidaan varmistaa myös pienempien osapuolten mahdollisuus tarjota kilpailukykyisiä kaupankäynti- ja selvityspalveluita kannattavasti. Estämällä palveluiden keskittyminen ja lisäämällä laaja-alaista kilpailua, voidaan tarjota sijoittajille monipuolinen palveluvalikoima ja aito hintakilpailu.

Varsinkin pienemmille sijoituspalveluyrityksille järjestelmäkustannukset ovat korkeat. Tarvitavien liittymien rakentaminen maksaa pienimmilläänkin kymmeniä tuhansia euroja. Lisäksi suora jäsenyys lisää sijoituspalveluyrityksen hallinnollista taakkaa. Jo arvo-osuusjärjestelmään liityttäessä tilinhoitajalta perittävä 600.000 euron määräinen vakuusmaksu muodostaa merkittävän alalletulon esteen.<sup>2</sup> Esimerkkinä voidaan mainita varainhoitopalveluja tarjoava sijoituspalveluyritys, jolla olisi esimerkiksi 1500 asiakasta. Tällaisella asiakasmäärällä sijoituspalveluyrityksen ei olisi taloudellisesti mahdollista itse hakeutua arvo-osuusjärjestelmän tilinhoitajaksi vaan hankkia tilipalvelut toiselta osapuolelta. Tässä suhteessa hallintarekisterimalli on osoittautunut toimivaksi esimerkiksi Ruotsissa.

## 2.3 Liikkeeseenlasku ulkomaisissa arvopaperikeskuksissa ja suomalaisten sijoittaminen

Asetuksen yhtenä tavoitteena on avata kilpailua myös antamalla liikkeeseenlaskijoille oikeus vapaasti valita arvopaperikeskus liikkeeseenlaskua varten sen sijaintipaikasta riippumatta. Siten suomalaisilla yhtiöillä olisi mahdollisuus laskea arvopaperinsa liikkeeseen muussakin arvopaperikeskuksessa kuin Euroclear Finlandissa. Esimerkiksi kansainvälisiltä pääomamarkkinoilta rahoitusta etsivän ja kansainvälistä pörssilistautumista Lontoossa suunnittelevan suomalaisen yrityksen olisi listautumispörssin valinnan yhteydessä mahdollisuus valita paikallinen arvopaperikeskus. Tällaisia yrityksiä voisivat olla esimerkiksi korkean teknologian ja ICT-sektorin kasvuyritykset.

<sup>1</sup> Ks. Esim. EKP:n videoesittely ”T2S - a single gateway for your collateral management”  
<http://www.youtube.com/watch?v=dbyma82l-rQ>

<sup>2</sup> Ks. Laki arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta (749/2012) 6 luvun 11 §. Nykyistä vastaavat säännökset on ehdotettu uuden vastaavan lain 6 luvun 8 §:ään.



Ulkomaisen listautumisen ja arvopaperikeskuksen ollessa kyseessä olisi varmistettava, että myös suomalaiset sijoittajat voivat näitä osakkeita vaivatta hankkia ja säilyttää. Myös kansainvälisten listautumisten tilanteissa suomalaiset liikkeeseenlaskijat, etenkin listautumisen alkuvaiheessa ovat riippuvaisia kotimaisista sijoittajista. Kun hallintarekisteröinnin kieltokumottaisiin, voitaisiin suomalaisten sijoittajien osakkeita säilyttää luotettavasti arvopaperitililain (750/2012) mukaisella arvopaperitilillä. Jos hallintarekisteröinnin kieltopuolestaan pidettäisiin voimassa ja suomalaisten osakeomistukset saataisiin kirjata ainoastaan suoran hallinnan tilille, vaikeutuisi sijoittaminen tuntuvasti tai kustannukset nousisivat kohtuuttomiksi. Yhteentoimivuusongelmat ovat tulleet esille viime vuosina tiettyjen kansainvälisten, Lontoon suuntautuneiden listautumisantien yhteydessä.

Toinen huomioon otettava seikka liittyy siihen, että jatkossa Suomen arvosuusjärjestelmässä osakkeensa liikkeeseenlaskeneet kansainväliset tai pohjoismaiset yhtiöt saattavat siirtää liikkeeseenlaskutilinsä Euroclear Finlandista johonkin toiseen arvopaperikeskukseen. Myös tällaisessa tilanteessa sovellettavaksi tulisi niinkään arvopaperitililaki.

## 2.4 TARGET2 Securities –järjestelmän käyttöönotto

Suomalaiset pankit tekevät päivittäin tiivistä yhteistyötä Suomessa arvopaperikeskuksena toimivan Euroclear Finland Oy:n kanssa, jotta Suomen markkinat voisivat menestyksellä siirtyä EKP:n T2S-järjestelmään vuoden 2017 alussa. T2S on siihen liittyville 29 eurooppalaiselle arvopaperikeskukselle rakennettava yhteinen tekninen selvitysalusta. Yhteisen alustan tarkoituksena on alentaa selvitystoiminnan kustannuksia sijoittajille yhtäältä lisäämällä kilpailua arvopaperikeskusten välillä harmonisoimalla niiden käytäntöjä ja toisaalta lisäämällä selvitystoiminnan skaalaetuja.

Raportissa esitetyn lisäksi FK tuo esille seuraavat seikat. Arvopaperikeskusten roolit muuttuvat T2S:n myötä merkittävästi. Valmisteltavassa kansallisessa taustalainsäädännössä on eriteltävä arvopaperikeskusten uudet roolit ja arvioitava niiden mahdollisuuksia tarjota palveluita suomalaisille sijoittajille, liikkeeseenlaskijayhtiöille ja säilyttäjäpankeille. Jatkossa EU:n alueella arvopaperikeskukset toimivat kahdella pääasiallisella liiketoimintamallilla, jotka ovat useimmiten toisiaan täydentäviä. Nämä mallit ovat:

- **Liikkeeseenlaskija-arvopaperikeskus (issuer CSD):** Liikkeeseenlaskija-arvopaperikeskuksella tarkoitetaan arvopaperikeskusta, jossa arvopaperit tai arvosuudet lasketaan ensimmäistä kertaa liikkeeseen. Arvopaperikeskus avaa tilejä loppusijoittajille ja arvopaperikeskuksen osapuolina toimiville tilinhoitajapankeille.
- **Sijoittaja-arvopaperikeskus (investor CSD):** Sijoittaja-arvopaperikeskuksella tarkoitetaan toista arvopaperikeskusta, joka puolestaan avaa tilin toisessa liikkeeseenlaskija-arvopaperikeskuksessa. Tällaisten tili- ja linkkijärjestelyjen avulla arvopaperikauppa voidaan selvittää ja arvopapereita säilyttää toisessa arvopaperikeskuksessa kuin liikkeeseenlaskija-arvopaperikeskuksessa.

Paikallisten arvopaperikeskusmonopoliin avaaminen arvopaperikeskusten väliselle kilpailulle tapahtuu juuri sijoittaja-arvopaperikeskus-mallin avulla.

Arvopaperikeskusten välisiä linkejä on ollut käytössä jo ennen T2S:n käyttöönottoa. Jatkossa kaikki järjestelmässä mukana olevan 29 arvopaperikeskusta muodostavat saumat-



toman kokonaisuuden. Myös Euroclear-konsernin julkaisemissa suunnitelmissa on kaavailtu muutoksia myös Euroclear Finlandin rooliin. Suunnitelmien mukaan myös Euroclear Finland toimii sijoittaja-arvopaperikeskuksena tarjoten osapuolilleen keskitetyn pääsyn kaikille T2S-markkinoille. Tällä tavalla pyritään eroon suuresta operationaalisesta taakasta, joka liittyy useiden eri arvopaperikeskusten tai säilyttäjä- tai agenttipankkien käyttöön.<sup>3</sup> Teknisesti tämä tapahtuu perustamalla hallintarekisteritili esimerkiksi saksalaiseen, ranskalaiseen tai espanjalaiseen arvopaperikeskukseen. Arvopaperikeskusasetuksen mukaisella europassilla ja hallintarekisteritilimallilla toimittaessa arvopaperikeskuksemme voi tarjota esimerkiksi Ruotsissa tai muissa EU-maissa toimiville pankeille keskitetyn ja tehokkaan pääsyn kaikille T2S-järjestelmässä mukana oleville arvopaperimarkkinoille.

EKP:n työryhmä on selvittänyt harmonisointia edellyttäviä kohteita, jotta T2S voidaan ottaa tehokkaasti käyttöön koko alueella. Yksi listatuista kohteista on hallintarekisteröintisääntöjen puute. Suomen osalta ongelma on se, että Suomen laki estää hallintarekisteröityjen tilien käytön suomalaisilta sijoittajilta.<sup>4</sup> Vähäisiä poikkeuksia lukuun ottamatta hallintarekisteröinti on vallitseva säilytysmalli muilla T2S-alueen markkinoilla.

Vaikka arvopaperikeskusasetus edellyttää arvopaperikeskuksia tarjoamaan asiakaskohtaisesti segregoituja tilejä, kyse ei valtaosassa tilanteista ole pohjoismaisista suoran hallinnan tileistä, vaan yksittäiselle asiakkaalle avatusta hallintarekisteritilistä. Kun Suomessa käytössä olevassa suorassa tilijärjestelmässä tilinhaltijaksi merkitään arvopaperikeskuksessa sijoittaja, on se muissa maissa tavallisesti arvopaperikeskuksen osapuoli, eli pankki tai muu säilyttäjä.

Suomen nykyainsäädännön edellyttäessä loppusijoittajan tilin pitämistä Euroclear Finlandin hallinnoimassa arvo-osuusjärjestelmässä, muodostuisi sille T2S-järjestelmän kanssa yhteensopimaton, suomalaisia sijoittajia koskeva osakesäilytysmonopoli. Tämä sulkisi Suomen markkinoilta pois muut sijoittaja-arvopaperikeskusrakenteella toimivat arvopaperikeskuskonsernit, joilla on yllä kuvattuja Euroclear-ryhmän kaltaisia suunnitelmia tarjota keskitettyjä säilytyspalveluita EU:n alueella. Potentiaalisia markkinoilta Suomen markkinoilta näin suljettavia arvopaperikeskuksia olisivat Clearstreamin ja NASDAQ OMX:n kaltaiset suuret toimijat.

Euroclear Finland tarjoaa jatkossa moniportaista hallintarekisterimallia hyväksikäyttäen osapuolilleen pääsyä kaikille T2S-markkinoille. Tässä suhteessa julkisuudessa esitetyt väitteet hallintarekisterimallin tehottomuudesta ja riskialtiudesta ovat ilmeisessä ristiriidassa Euroclearin suunnitelmien kanssa.<sup>5</sup> Sijoittaja-arvopaperikeskus –mallin hyötyjä perustellaan

<sup>3</sup> Ks. Euroclear: Making T2S easy for you, s. 6. "Selecting ESES or Euroclear Finland as your investor CSD gives you a single CSD entry point to all T2S markets. This avenue of approach eliminates a large part of the operational burden associated with maintaining multiple CSD (or multiple custodian/agent relationships.) <https://www.euroclear.com/dam/PDFs/Corporate/MA2859-making-T2S-easy.pdf>

<sup>4</sup> Ks. EKP T2S Programme office: Availability of omnibus accounts, ks. <http://www.ecb.europa.eu/paym/t2s/progress/pdf/ag/mtg17/item-7-1-2012-03-27-omnibus-accounts-status.pdf??176423a3e050986b4c5dfcff2a1a9e70>

<sup>5</sup> Ks. Taloussanomat 9.7.2014 "Hallintarekisterit kuuluvat menneisyyteen – ministeriön trauma". "Euroclear Finlandin mukaan valtiovarainministeriön työryhmämietinnössä esitetyt toimet ovat EU:n arvopaperiasetuksen hengen vastaisia. - Ne eivät ainakaan edistä arvopaperikaupan turvallisuutta saati läpinäkyvyyttä, Euroclear Finlandin lakiasiainjohtaja Jorma Yli-Jaakkola totesi tiedotustilaisuudessa tänään."



juuri muun muassa korkealaatuisilla arvopaperien hallinnointiin liittyvillä palveluilla (= asset servicing, jolla tarkoitetaan esimerkiksi tuotonmaksu- ja veroraportointipalveluita), vakuushallinnalla, tunnustetulla CPSS-IOSCO standardit täyttävällä selvitys- järjestelmällä ja joustavalla ISO-standardoinnilla.<sup>6</sup>

Jotta kansalliset markkinat eivät jäisi T2S:n tuomilta sisämarkkinahyödyiltä suojatiksi saarekkeeksi, hallintarekisterikieltojen poistaminen on yksi T2S 17:sta keskeisestä harmonisaatiovaatimuksesta. Tältä osin FK kiinnittää huomiota EKP:n neljanteen 19.3.2014 annettuun harmonisaatioraporttiin ” Fourth T2S Harmonisation Progress Report”<sup>7</sup>, jossa arvioidaan Suomen markkinan valmiutta uuteen järjestelmään. Suomen markkina täyttää jo nykyisellään pitkälti muut ydinvaatimukset, mutta hallintarekisterointirajoituksen johdosta markkinamme valmius T2S:aan on puutteellinen.<sup>8</sup>

## 2.5 Määrävän markkina-aseman aiheuttamat ongelmat

Nykyisellään arvopaperikeskukset nauttivat useimmissa maissa lainsäädännön takaamasta monopoli-asemasta. Tähän asemaan tai määrävään markkina-asemaan liittyy itsessään useita ongelmia. Oikeuskirjallisuudessa aseman on vakiintuneesti katsottu antavan yritykselle sellaisen markkinavoiman, että se voi ainakin tiettyyn rajaan saakka toimia vapaana kilpailun luomista paineista. Asema johtaa yleensä tuotteen tai palvelun ostajan valinnanvapauden supistumiseen ja neuvotteluaseman heikentymiseen. Yritys voi myös asettaa sopimuskumppanilleen ehtoja, jotka ovat sille itselleen keskimäärin edullisempia.

Arvopaperikeskuksia on perinteisesti pidetty kansallisina luontaisina ja suljettuina monopoleina. Monopoli- tai määrävän markkina-aseman vastapainona onkin tavallisesti ollut vahva julkisen vallan ja käyttäjätahojen osallistuminen arvopaperikeskuksen hallintoon osuuskunta- tai jäsenomisteisten hallintarakenteiden kautta. Kansainvälisellä tasolla Euroclear PLC onkin 168 kansainvälisen pankin ja finanssialan yrityksen omistama yhtiö. Suomen markkinoilla toimivat skandinaaviset pankit omistavat yhtiöstä kuitenkin niin pienen murto-osan, ettei jäsenomisteisuudesta Suomessa voida sen perinteisessä merkityksessä puhua. Käytännössä suomalaisilla tilinhoitajapankeilla eikä liikkeeseenlaskijayhtiöillä ole sanottavia mahdollisuuksia vaikuttaa Euroclear PLC:n päätöksentekoon.

Kilpailun puute ilmenee myös mahdollisuutena ylläpitää tehottomia rakenteita ja korkeaa hintatasoa, josta aiheutuu sijoittajille ylimääräisiä kustannuksia ja sitä kautta vaikuttaa negatiivisesti arvopaperimarkkinoiden kehitykseen. Euroopan komissio tilasi Oxera-tutkimuslaitokselta selvityksen<sup>9</sup> seuratakseen kilpailun avautumisen vaikutuksia arvopaperimarkkinoilla Vuonna 2011 valmistuneen tutkimukseen mukaan kaupankäynnin kustannukset alentuivat tutkimusjaksolla Euroopassa keskimäärin 60% ja keskusvastapuoliselvityksen (CCP) kustannukset 73%. Kilpailu näillä alueilla oli jo avautunut ja vaikutukset näkyivät selvästi. Vastaavana ajankohtana kilpailulta suojattujen arvopaperikeskusten perimät

<sup>6</sup> Ks. Ks. Euroclear: Making T2S easy for you, s. 6.

<sup>7</sup> Ks. EKP: Fourth T2S Harmonisation Progress Report

[http://www.ecb.europa.eu/paym/t2s/pdf/fourth\\_t2s\\_harmonisation\\_progress\\_report.pdf](http://www.ecb.europa.eu/paym/t2s/pdf/fourth_t2s_harmonisation_progress_report.pdf)

<sup>8</sup> Ks. EKP: Fourth T2S Harmonisation Progress Report s. 75.

<sup>9</sup> Ks. Oxera: Monitoring prices, costs and volumes of trading and post-trading services (Markt/2007/02/G), [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/clearing/2011\\_oxera\\_study\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/2011_oxera_study_en.pdf)





osakeselvityksen kustannukset alentuivat ainoastaan 25% ja tilien ylläpidosta veloitetut palkkiot vain 9%.

Myös Suomessa kilpailun puuttuminen on näkynyt korkeana hintatasona. Tilinpäätöstietojen perusteella Euroclear Finlandin liiketoiminnan tulos on ollut viimevuosina 26-41 % liikevaihdosta, jota voidaan pitää poikkeuksellisen korkeana.

FK pitää tärkeänä, että ehdotuksen mukaisesti myös arvopaperikeskusten tarjoamat palvelut avataan täysimääräisesti kilpailulle, jolloin voidaan estää monopolihaittojen syntyminen ja varmistaa sijoittajille tehokkaat ja kustannuksiltaan edulliset palvelut.

## 2.6 Kysymys ilmaistileistä

On myös syytä ottaa kantaa niin sanottujen ilmaistilien lainsäädännölliseen kohteluun. Velvoite tarjota ilmaisia arvo-osuustilejä oli tärkeä arvo-osuusjärjestelmän käyttöönoton yhteydessä, kun laaja paperimuotoinen arvopaperimassa muutettiin sähköiseen muotoon eli dematerialisoitiin. Nyt ilmaistilijärjestelmä on ollut käytössä jo yli 20 vuotta ja tarve tälle mallille on vähentynyt. Vaikka itse säilytys on ilmaista, on kaupankäynti tällaiselta tililtä teknisesti hankalampaa ja kallista. Lisäksi sijoittajasuoja- ja menettelytapasääntely on kattavampaa pankkien toimiessa tilinhoitajana. Pankkeja koskevat myös vahvemmat asiakkaan tunnistamis- ja tuntemisvelvoitteet. FK kuitenkin huomauttaa, että arvopaperikeskuksella on myös jatkossa erillisen liiketoimintapäätöksen nojalla vapaus tarjota ilmaistilejä.

## 3 Asetuksen tulkinnasta

FK yhtyy VM:n tulkintaan asetuksen velvoittavuudesta. Valmistelun loppuvaiheessa neuvoston puheenjohtajana toimineen Kreikan aloitteesta tekstiin otetut artiklan 38.5 lisäykset ovat sisällöltään epäselviä. Tällaisessa tapauksessa asetusta onkin tulkittava tavalla, joka turvaa EU-oikeuden tehokkaan toteuttamisen. Asetuksen mukaisen toimiluvan saanut arvopaperikeskus saa niin sanotun europassin, jonka perusteella se saa tarjota arvopaperikeskuspalveluita koko EU:n alueella. Samalla mallilla toimivat jo nykyisin esimerkiksi EU:ssa toimiluvan saaneet luottolaitokset, sijoituspalveluyritykset ja vakuutusyhtiöt.

Erityisesti on kiinnitettävä huomioita siihen, että kansallisia hallintarekisteröintirajoituksia voidaan pitää voimassa ainoastaan siinä tapauksessa, että niiden tavoitteet ovat edelleen ajankohtaisia. Velvoite säilyttää suomalaisten sijoittajien osakkeita suomalaisessa arvo-osuusjärjestelmässä on luotu ennen Suomen EU-jäsenyyttä kansallisia tarpeita silmällä pitäen.

Näkemyksemme mukaan esitys ei heikennä verottajan tai muiden viranomaisten mahdollisuuksia saada sijoittajia tai heidän sijoituksiaan koskevia tietoja. Verohallinto on myös otamassa käyttöön kansainvälisiä tietojenvaihtoon liittyviä käytäntöjä, joilla mahdollistetaan tiedonsaanti myös ulkomailla säilytettävistä varoista. Hallintarekisteröintirajoitusten tavoitteet eivät enää ole ajankohtaisia, eikä rajoituksille siten ole perusteita.

FK myös korostaa, että markkinoiden tarve hallintarekisterikiellon poistolle on olemassa riippumatta siitä, mihin muodollis-juridiseen tulkintaan asiassa päädyttäisiin. Asetusneuvottelujen kuluessa komissio ja Euroopan parlamentti suhtautuivat kaikkiin tilimallia koskeviin



rajoituksiin hyvin varauksellisesti. Tämän vuoksi asetukseen otettiin erillinen uudelleentarkastelulauseke, jonka mukaan tilimalliin liittyviä rajoituksia on seurattava. Jos jatkovalmistelussa harkitaan hallintarekisteröintikiellon ylläpitämistä joko kokonaan tai osittain, tulisi valtiovarainministeriön selvittää komissiolle tarkoin rajoitukset ja niiden seuraukset. Valmistelussa on myös otettava esille, ettei Suomen markkina rajoitusten osalta täytä T2S:n vaatimuksia.

Siinä tapauksessa, että rajoituksia pidettäisiin voimassa, tulisi käydä keskustelua myös siitä, miten markkinoilla ilmenneisiin monopolihaittoihin voidaan tehokkaasti puuttua. Tässä vaihtoehdossa edetettäessä kotimaista taustalainsäätöä ja viranomaisvalvontaa tulisi entisestään kehittää.

## 4 Hallintarekisterijärjestelmän toiminta käytännössä

### 4.1 Kotimainen hallintarekisteröinti

VM:n keskeinen ehdotus on avata arvopaperien säilytystoiminta kilpailulle poistamalla suomalaisia sijoittajia koskeva hallintarekisteröinnin kieltö. Hallintarekisteröintikiellon poistaminen ei muuttaisi arvo-osuusjärjestelmämme perusteita. Kyse on sen kehittämisestä. Jatkossakin järjestelmän perustana toimisivat suoran hallinnan tilit, mutta suomalaiset tilinhoitajapankit voisivat räätälöidä tilipalveluja eri asiakasryhmilleen. Työryhmän ehdotus lähteekin siitä, että päätös tilimallista olisi sijoittajalla itsellään oman riski- ja omistusprofiilinsa mukaisesti.

Julkisessa keskustelussa on luotu kuvaa monimutkaisesta ja moniportaisesta hallintamallista, johon liittyy merkittäviä riskejä. Kuva kaipaa selvennystä, sillä tilityypin perustilanne olisi hyvinkin selväpiirteinen.

Tuhansien asiakastilien sijaan pankilla olisi Suomen arvo-osuusjärjestelmässä yksi tai muutama asiakasvaratili. Vuonna 2012 säädetyin arvopaperitililain (750/2012) mukaisesti pankki tarjoaisi asiakkaalleen säilytyspalvelua. Säilyttämällä tarkoitetaan sopimukseen perustuva arvopaperien hallintaa asiakkaan lukuun. Arvopaperit yksilöitäisiin sopimuksessa niiden lajin ja määrän perusteella. Malli on sama, jolla suomalaisten sijoituksia ulkomaisiin arvopapereihin on säilytetty arvo-osuusjärjestelmien käyttöönottamisesta lähtien ja malliin ovat olleet tyytyväisiä niin sijoittajat, pankit kuin viranomaisetkin.

Suomalaisten sijoittajien suorat sijoitukset ulkomaisiin osakkeisiin ovat jo noin 1/3 kotimaisiin osakkeisiin sijoitetuista varoista. Sijoittajien varat on pystytty myös finanssikriisin oloissa säilyttämään turvallisesti, niitä koskevista tuotoista ja luovutusvoitoista on tilitetty verottajalle verotuloja ja viranomaiset ovat saaneet pyydettyä niitä koskevia tietoja.

Sijoittajan asema on turvattu vahvalla asiakasvarojen erottelulla pankin omista varoista ja huolellisella asiakaskohtaisella tilinpidolla sekä sittemmin myös uudella arvopaperitililailla, jonka myötä Suomessa on otettu käyttöön modernit Geneven ja Haagin arvopaperisopimusten periaatteet. Asiakasvarojen säilyttäminen on lisäksi erillisen tilintarkastuksen kohteena.

Meneillään olevan rahoitusvälineiden markkinat (MiFID) -direktiivin uudistamisen yhteydes-





sä FK on käynyt pohjoismaisten finanssivalvontaviranomaisten kanssa keskustelua asiakasvarasääntelyn toimivuudesta. Viranomaisten arvion mukaan Pohjoismaissa asiakasvarojen suoja on säilynyt vahvalla tasolla myös finanssikriisin pyörteissä. Uudistettu MiFID II vahvistaa voimaantullessaan asiakasvarojen suoja entisestään. Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen ESMA on parhaillaan laatimassa uutta teknistä sääntelyä.

## 4.2 Esitetystä väitteistä mahdollisuudesta piiloutua julkisuudelta ja viranomaisilta

Työryhmäraportin julkistamisen jälkeen käydyssä julkisessa keskustelussa on esitetty jäsentymättömiä huolia omistuksen julkisuuden kaventumisesta ja mahdollisuudesta piiloutua omistuksen yleisöjulkisuudelta käyttämällä ulkomaista palveluntarjoajaa. On selvää, ettei mikään järjestelmä ole täysin aukoton. Laajempi suomalaisten sijoittajien siirtyminen ulkomaisiin hallintarekistereihin vaikuttaa kuitenkin kaukaa haetulta.

On realistista olettaa, että ehdottomasti suurin osa suomalaisista sijoittajista maksaa veronsa osingoista ja luovutusvoitoista tunnollisesti. Toiseksi käytännön tasolla rahoituspalveluiden suora rajat ylittävä tarjoaminen maasta toiseen ilman sijoittautumista kohdemaahan on EU:ssa nykyisellään hyvin vähäistä. Laajempi sijoitus- ja säilytyspalveluiden tarjonta suomalaisille ei-ammattimaisille sijoittajille edellyttää käytännössä sijoittautumista kohdemaahan ja sen lainsäädännön ja markkinakäytäntöjen tarkkaa tuntemista. Esimerkiksi asiakassopimukset on laadittava paikallisten säädösten ja määräysten mukaiseksi. Tällöin onkin tavallista, että ulkomainen toimija perustaa Suomeen sivuliikkeen tai toiminnan ollessa tätäkin laajempaa, tytäryhtiön.

Pankkeja koskevat niin kotimaassa kuin ulkomaillakin tiukat kansainväliset asiakkaantunnistamis- ja tuntemusvelvollisuudet, jotka on laadittu mm. rahanpesun ja muiden rikosten torjumiseksi. Nämä edellyttävät paitsi asiakkaan henkilöllisyyden tunnistamista, myös asiakkaan varojen alkuperän tunnistamista. Tämän vuoksi esim. EU:ssa tehtyjen selvitysten mukaan jo rajat ylittävä pankkitilin avaaminen edellyttää usein kohdemaassa asumista. Tämä pitää pystyä myös todistamaan. Tavanomaisesti edellytyksenä on myös säännöllinen tulovirta, kuten palkka tai eläke kyseisessä maassa.

Nykyisin pankit toimittavat omista tietokannoistaan verottajalle tiedot asiakkaidensa sijoituksista niin suomalaisiin kuin ulkomaalaisiin arvopapereihin, näistä maksetuista tuotoista, niistä pidätetyistä veroista sekä omistuksissa tapahtuneista muutoksista. Tiedot on voitu viedä suoraan esitäytetyille veroilmoitukselle. Sijoittajat katsovat tämän arvokkaaksi palveluksi, joka helpottaa huomattavasti verovelvollisen työtä. Myös hallintarekisteröityjen tilien osalta pankit toimittavat nykyiseen tapaan verotusta varten tarvittavat tiedot suoraan verottajalle vietäväksi esitäytetyille veroilmoitukselle.

FK tukee voimakkaasti tehokkaan kansainvälisen automatisoidun verotietojen vaihdon käyttöönottoa. Yhdysvalloissa käyttöön otetun FATCA –säännösten nojalla kansainväliset sijoitukset tulevat uudentyypisen läpivalaisun kohteeksi. EU:n säästödirektiivin myötä automaattinen tietojenvaihto laajentuu koko yhteisön laajuiseksi. Tämän myötä veroparatiisirekisteröityjen hyväksikäyttö vaikeutuu tuntuvasti, sillä veronkiertäjien kiinnijäämisriski kasvaa.

## 5 Omistuksen julkisuus ja julkinen omistajarekisteri



## 5.1 Tiedonsaanti arvopaperimarkkinoilla ennen ja nykyisin

Jatkovalmistelun kannalta keskeinen tavoite on järjestää omistuksen yleisöjulkisuus luotettavalla tavalla. Tätä silmällä pitäen on syytä perehtyä voimassa olevan kansallisen lainsäädännön taustoihin ja arvioitava, missä määrin uusi EU:n rahoitusmarkkinasäätely kattaa samoja lainsäädännöllisiä tavoitteita.

Osakasluetteloiden yleisöjulkisuutta koskevat säännökset otettiin ensimmäistä kertaa vuoden 1978 osakeyhtiölakiin. Lain perustelujen mukaan ”[y]hteiskunta ja ulkopuoliset sidosryhmät tarvitsevat enenevässä määrin tietoja osakeyhtiöiden toiminnasta ja omistussuhteista.” Tiedonsaannin lisäämistä pidettiin tärkeänä jokseenkin kaikkien eturyhmien kannalta. Tietojensaannin tehostamisen katsottiin parantavan osakkeenomistajien ja velkojien mahdollisuuksia valvoa oikeuksiaan. Edelleen sen katsottiin palvelevan henkilökunnan intressejä ja julkista etua.<sup>10</sup> Ilman luotettavaa tiedonsaantia saattoi syntyä useita ongelmia, kuten nurkanvaltaustilanteita, jotka vaaransivat esimerkiksi vähemmistöomistajien aseman.

Vuoden 1989 arvopaperimarkkinalain myötä yleisön tiedonsaantimallisuudet paranivat olennaisesti käyttöön otetun liputusvelvollisuuden myötä. Liputussäännöksillä turvataan listayhtiöiden osakkeenomistajien tiedonsaanti listayhtiön omistus- ja vallankäyttörakenteesta sekä sen muutoksista.<sup>11</sup> Nykyisellään liputussäännökset on EU-tasolla harmonisoitu läpinäkyvyysdirektiivillä 2004/109/EY ja sen muutosdirektiivillä 2013/50/EU. Liputussäännösten avulla toteutuu sijoittajan kannalta relevanttien osakeomistusten julkisuus myös ulkomaalaisten sijoittajien osalta, jotka sijoittavat maahamme pääsääntöisesti hallintarekisterijärjestelmän kautta. Säännösten merkitys onkin kasvanut ulkomaalaisomistuksen lisääntyessä.

Vastaavasti julkinen sisäpiirirekisteri takaa jokaiselle tiedonsaannin yhtiön sisäpiiriin kuuluvista henkilöistä ja kaikista tämän yhtiön kohdistuvista omistuksista. Edelleen MiFID – direktiiviin mukaisella kauppaportoinnilla EU:n finanssivalvontaviranomaisille raportoidaan yksityiskohtaisesti kaikki yhteisön alueella toteutetut pörssi- ja muilla markkinapaikoilla on laajat velvoitteet järjestää riittävä ja luotettava valvonta markkinoiden väärinkäytön ehkäisemiseksi. Niillä on tehokkaat tietotekniset järjestelmät valvoa havaita nopeatempoisessa kaupankäynnissä tapahtuvia epäilyttäviä transaktioita, joihin saattaa liittyä markkinoiden väärinkäyttöä. Nämä raportoidaan kansallisille finanssivalvontaviranomaisille jatkotutkimuksia varten. Vastaavasti pankit ja sijoituspalveluyritykset toimittavat viranomaisille jatkuvasti aineistoa valvonnan tueksi. Yllä sanottu huomioon ottaen laajaa julkisuutta saaneet kannanotot siirtymisestä ”pörssin kivikauteen” jättävät kokonaan huomiotta Suomessa EU-jäsenyyden myötä käyttöön otetut ja kaikilla kansainvälisillä arvopaperimarkkinoilla yleisesti sovellettavat säännökset.<sup>12</sup>

<sup>10</sup> Ks. HE 27/1977 vp. s. 5.

<sup>11</sup> Ilmoitus on tehtävä, kun omistusosuus saavuttaa tai ylittää 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50 tai 90 prosenttia tai kaksi kolmasosaa yhtiön äänimäärästä tai osakkeiden lukumäärästä taikka vähenee alle 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50 tai 90 prosentin tai kahden kolmasosan yhtiön äänimäärästä tai osakkeiden lukumäärästä.

<sup>12</sup> Ks. Kauppalehti 23.6.2014 ”Takaisin pörssin kivikauteen?” Omistusten piilottaminen merkitsisi paluuta pörssin kivikauteen, kirjoittaa pitkäaikainen sijoittaja ja sijoituskirjailija Kim Lindström.



## 5.2 FK kannattaa laajaa omistuksen yleisöjulkisuutta

Vaikka tiedonsaanti on huomasti kehittynyt niin viranomaisten kuin muidenkin sijoittajien tarvitseman tiedon osalta, ovat avoimuus ja julkisuus pohjoismaissa tärkeitä periaatteita. FK kannattaa omistuksen yleisöjulkisuuden ylläpitämistä osana suomalaista arvopaperien hallintajärjestelmää.

Ehdotetussa mallissa suomalaiset pankit raportoisivat hallintarekisteröidyt omistukset julkiseen rekisteriin neljä kertaa vuodessa. Tämä antaa muun muassa medialle ja suurelle yleisölle tehokkaat työkalut seurata vallanpitäjien ja muiden tahojen omistuksia. Työryhmän ehdottama 500 osakkeen raja on otettu raporttiin ensisijaisesti ruotsalaista julkisuusmallia silmällä pitäen. Rajalla lienee tavoiteltu rekisterin tehokkuutta keskittymällä yleisen mielenkiinnon kannalta merkityksellisiin omistuksiin ja toisaalta lisäämään pienempien yksityissijoittajien yksityisyydensuojaa. Suomalaisten pankkien näkökulmasta raportointi voidaan myös toteuttaa ilman erillistä rajaa, eikä sillä ole vaikutuksia pankkien tiedon keräämisestä ja toimittamisesta aiheutuviin kustannuksiin.

Työryhmä on lisäksi esittänyt, että poliittisesti vaikutusvaltaisten henkilöiden edellytettäisiin säilyttävän omistuksensa suoralla tilillä arvopaperikeskuksessa. FK pitää ehdotettua sääntelyä sinänsä ymmärrettävänä, sillä suurin mielenkiinto yleisöjulkisuuden osalta voidaan olettaa kohdistuvan juuri ylimpiin poliittisiin päätöksentekijöihin. Toisaalta jo julkinen omistajarekisteri antaa suurelle yleisölle riittävät työkalut erilaisten sidonnaisuuksien seurantaan.

Tileistä vain noin joko neljännellä on yhtään kauppaa vuodessa ja kauppaa tehneistäkin valtaosalla kauppojen määrä on ainoastaan muutama. Tästä näkökulmasta on ehdotettu neljä kertaa vuodessa tapahtuva päivitys on perusteltu, eikä FK:n näkemyksen mukaan heikennä tiedonsaantimahdollisuuksia siihen tarkoitukseen, jota julkinen omistajarekisteri palvelee.

Arvopaperikeskusasetuksesta johtuvien rakenteellisten muutosten johdosta yleisöjulkisuudesta huolehtiminen on tarkoituksenmukaista asettaa julkisen viranomaisen tehtäväksi. Tässä suhteessa Patentti- ja rekisterihallitus on luonteva ratkaisu. Neljännen rahanpesudirektiivin implementoinnin myötä Suomeen on joka tapauksessa perustettava uusi rekisteri. Pohjoismaisen avoimuus- ja yleisöjulkisuusperiaatteen mukaisesti rekisteri on tarpeen toteuttaa direktiivin minimisääntelyä laajempaan.

Itse julkisuuden lisäksi tulee kiinnittää huomiota myös tietojen saatavuuteen ja perustettavan rekisterin tietoturvaan. Nykyisellään tiedot ovat kenen tahansa saatavilla, mutta edellyttää henkilökohtaista vierailua Euroclear Finlandin konttorissa Helsingissä ja tietojen hakeminen järjestelmästä on varsin kankeaa. Julkisena palveluna tuotettavan rekisterin kohdalla voitaisiin parantaa tietojen tasapuolista saatavuutta eri puolilta maata sekä kehittää tarvittavan tiedon hakemista.

## 6 Muutokset sijoitusrahastolakiin

Työryhmä on ehdottanut arvo-osuusjärjestelmään tehtäviä muutoksia vastaavia muutoksia myös sijoitusrahastolakiin. Tämä on kannatettavaa, mutta jatkovalmistelussa näitä ehdotuksia on tarpeen edelleen kehittää.



Työryhmän ehdotuksessa listayhtiöitä koskevat muutokset on sellaisenaan siirretty sijoitusrahastotoimintaan. Tämä ei riittävästi ota huomioon näiden kahden toiminnan eroja. Sijoitusrahastojen osuudenomistajarekisteriä koskevassa sääntelyssä ei ole kyse omistuksen julkisuudesta tai määräysvallan käyttämisestä. Sijoitusrahaston omistamien osakkeiden osalta omistaja on ne omistava sijoitusrahasto ja päätösvaltaa käyttää rahastoa hallinnoiva rahastoyhtiö (eivätkä rahastoon varojaan sijoittaneet osuudenomistajat).

FK pitää tärkeänä, että suomalaisilla rahastoyhtiöillä on tasavertaiset kilpailuedellytykset ulkomaisten kilpailijoiden kanssa. Nyt ehdotetussa muodossa säännökset estävät tehokkaasti suomalaisten sijoitusrahastojen myynnin ulkomaille. Tämä korostuu nykytilanteessa, missä tuoreiden direktiivinmuutosten seurauksena alan toimijat yksinkertaistavat rakenteitaan ja yhdistävät eri maissa toimivia rahastoja ja rahastoyhtiöitä. Ellei kotimainen lainsäädäntö ole kilpailukykyistä, on vaarana että toimintoja siirretään enenevässä määrin muihin maihin. Tällä olisi haitallisia vaikutuksia työllisyyteen ja verotuloihin.

## 7 Lausuntoon jätetyn eriävän mielipiteen arviointi

Työryhmäraportti sisältää Euroclear Finlandin jättämän laajan eriävän mielipiteen (jäljempänä ”mielipide”). Mielipide sisältää lukuisia asiavirheitä, joista FK nostaa tässä esille keskeisimmät:

**Asetuksen tilimalleja koskevat tulkinnat.** – Keskeinen lausunnossa toistuva virheellinen väittämä liittyy tilimalleihin. Lausunnon mukaan ”Asetuksen keskeisenä tavoitteena... on edistää selvitystoimintaan liittyvää turvallisuutta ja tehokkuutta lisäämällä asiakaskohtaisten arvo-osuustilien saatavuutta arvopaperikeskuksen tasolla.”<sup>13</sup> Lisäksi lausunnossa todetaan, että ”[a]setuksen tavoitteena on pikemminkin edistää sijoittajakohtaisten arvo-osuustilien käyttöä kuin ajaa markkinoita moniportaisuuteen perustuvaan toimintamalliin.”<sup>14</sup>

Tulkinta ei vastaa eurooppalaista markkinakehitystä. Lausunnossa ja laajemmin julkisessa keskustelussa esitetty väite, että keskeiset eurooppalaiset markkinat, kuten Saksan, Ranskan ja Italian markkinat, olisivat siirtymässä sijoittajakohtaisten arvo-osuustilien käyttöön, on virheellinen. Kyse on hallintarekisterijärjestelmässä tapahtuvasta asiakaserottelusta, joka ei vastaa Pohjoismaissa käytössä olevia loppuasiakastilejä arvopaperikeskuksen tasolla. Arvopaperikeskusasetuksen tilimallisäännöstä voidaan systematisoida seuraavasti:

- **Loppuasiakaskohtainen tili arvopaperikeskuksessa.** Tässä Pohjoismaissa käytössä olevassa mallissa arvopaperikeskukseen on tilinhaltijaksi merkitty arvopapereiden loppusijoittaja (= **yksilöllinen asiakaserottelu** / individual client segregation)=
- **Arvopaperikeskuksen osapuolena toimivan pankin yhdelle asiakkaalleen perustama hallintarekisteritili.** Tässä mallissa säilyttäjällä on arvopaperikeskuksessa asiakasvaratili, jolla säilytetään yhdelle asiakkaalle kuuluvia varoja. Asiakkaan tietoa käsitellään kuitenkin säilyttäjäpankin omissa järjestelmissä. Asiakas voi olla myös toinen omaisuudenhoitaja, jolloin asiakaserottelu tapahtuu moniportaisessa järjestelmässä (= **yksilöllinen asiakaserottelu** / individual client segregation)

<sup>13</sup> Ks. Euroclear Finland eriävä mielipide, s. 4.

<sup>14</sup> Ks. Mielipide s. 5.



- **Arvopaperikeskuksen osapuolena toimivan pankin useammalle asiakkaalleen samanaikaisesti pitämä tili** Tässä mallissa säilyttäjän nimissä olevalla asiakasvaratilillä hallinnoidaan usealle sijoittajalle kuuluvia varoja. Tieto asiakkaista ja näille kuuluvista osuuksista asiakastilillä oleviin varoihin selviää säilyttäjän ylläpitämästä kirjanpidosta (= yhteisasiakaserottelu / omnibus client segregation)

Tiivistäen voidaan todeta, että loppuasiakaskohtainen suoran hallinnan tili on aina yksilöllistä asiakaserottelua, mutta yksilöllinen asiakaserottelu ei keskeisillä eurooppalaisilla arvopaperimarkkinoilla tarkoita pohjoismaista suoran hallinnan mallia. Lausunnossa on lisäksi useissa kohdin viitattu komission virkamiesten 16.12.2012 EU:n arvopaperitilidirektiivin valmistelun yhteydessä laatimaan epävirallisen keskustelupaperiin ja annettu ymmärtää sen olevan komission kannanotto suoran hallintamallin puolesta. Asiakirja on jäsenvaltioiden asiantuntijatyöryhmälle suunnattu epävirallinen kysely, jossa komissio ei ensinnäkään ota kantaa minkään nimenomaisen mallin puolesta. Toiseksi asiakirjalla ei ole voida esittää olevan mitään EU-oikeudellista oikeuslähdearvoa.

FK kuitenkin kiinnittää huomiota siihen, että paperi tuo perustellusti esille Anglosaksisessa trust-pohjaisessa hallintajärjestelmässä finanssikriisin yhteydessä (Lehman Brother, MF Global ja Bear Sterns) esiintyneet ongelmat. Toisaalta paperissa kuvataan Saksan ja Ranskan moniportaisten hallintajärjestelmien antavan Suomen järjestelmän tavoin loppusijoittajalle vahvan oikeusaseman ja lopullisen omistusoikeuden. Hallintarekisterimalli on valitseva säilytysmalli Euroclear-konsernissa eikä järjestelmän toiminnassa ole FK:n tietojen mukaan ilmennyt finanssikriisin keskelläkään ongelmia. Vastaavasti ulkomaiset sijoittajat, joiden osuus on vaihdellut 40–50 % välillä, sijoittavat Suomeen pääsääntöisesti hallintarekisterimallin kautta. Koko Suomen markkinan ja suomalaisten liikkeeseenlaskijayhtiöiden ulkomaisen rahoituksensaannin kannalta on haitallista luoda perusteettomia uhkakuvia järjestelmän toimivuudesta.

Yhteenvetona FK toteaa, että asetuksen 38.4 artiklan sanamuoto nimenomaisesti velvoittaa arvopaperikeskuksen osapuolena toimivaa säilyttäjän pankkia tai toista arvopaperikeskusta tarjoamaan (sijoittaja)asiakkaalleen sekä yksilöllistä asiakaserottelua (= yhdelle asiakkaalle perustettu hallintarekisteritili tai loppuasiakastili arvopaperikeskuksessa) että yhteisasiakastiliä. Asetus ei sisällä kannanottoa siitä, mitä tilimallia tulisi suosia vaan ratkaisun tekevät viime kädessä sijoittajat oman sijoittaja- ja riskiprofiilinsa mukaisesti. Sitä vastoin edellä kuvatulla tavalla kansallisten hallintarekisteritilirajoitusten poistaminen on yksi T2S:n ydinvaatimuksista.

**Tiedonsaanti arvo-osuusjärjestelmästä ja arvopaperikeskuksista.** – Mielipide antaa virheellisen kuvan tiedonsaannista arvo-osuusjärjestelmästä todeten, että omistustiedot ovat reaaliaikaisesti saatavilla. Tämä ei pidä paikkaansa, sillä Suomen markkinan siirryttyä keskusvastapuolimääritykseen, järjestelmään saadaan ainoastaan päivän päättävät saldotiedot. Mahdolliset päivänsisäiset tapahtumat eivät Euroclear Finlandin järjestelmässä näy, joten tältä osin ei voida puhua reaaliaikaisesta tiedonsaannista. Finanssivalvontaviranomaiset sitä vastoin saavat tarkan kuvan kaikista EU:n alueella tehdyistä kaupoista MiFID – direktiivin kaupparaportoinnin perusteella.

Edelleen lausunnossa todetaan, että "[a]setuksessa on selvästi tunnistettu myös se, että arvopaperikeskukset ovat tosiasiaa ainoa lähde omistajatiedolle ja näin ollen luontevia



toimijoita omistajainformaatioon liittyvien lisäpalveluiden tarjoamiseen.”<sup>15</sup> Väite on harhaanjohtava, sillä pankeilla ja sijoituspalveluyrityksillä on aina tarkka tieto omista asiakkaistaan. Vaikka suomalaisilla sijoittajilla on tili arvo-osuusjärjestelmässä, sopimussuhde syntyy kuitenkin pankin ja asiakkaan välille. Hallintarekisterijärjestelmässä toimivissa maissa arvopaperikeskuksilla ei useinkaan ole tietoa loppusijoittajista, vaan tämä tieto on arvopaperikeskuksen osapuolina toimivilla säilyttäjäpankeilla. FK:n näkemyksen mukaan Euroclear Finlandilla on jatkossakin tärkeä rooli osakasluetteloiden ylläpitäjänä, sillä suomalaiset liikkeeseenlaskijat todennäköisesti käyttäisivät hyväkseen ulkoistamismahdollisuutta. Yhdelle arvopaperikeskukselle ei kuitenkaan tule antaa yksinoikeutta osakasluetteloiden ylläpitoon.

**Kansallinen yhtiölainsäädäntö.** – Mielipiteessä tuodaan useissa kohdin esille se, ettei asetuksella ole tarkoitus puuttua kansalliseen yhtiölainsäädäntöön. Jättämällä yhtiöoikeudelliset säännökset täsmälleen ennalleen päädyttäisiin tilanteeseen, jossa esimerkiksi osakasluetteloiden ylläpito olisi edelleen *de facto* Euroclear Finlandin yksinoikeus.

FK:n käsityksen mukaan komissio tiedosti jo asetusneuvottelujen varhaisessa vaiheessa sen alkuperäisen ehdotuksen sanamuotoon ”without prejudice to company law” liittyvät ongelmat. Se arveli, säännöksen olevan omiaan vesittämään liikkeeseenlaskijan valintoikeuden. Juuri tämän vuoksi neuvottelujen lopputuloksena jäsenvaltioille asetettiin artiklassa 49.3 velvoite laatia luettelo kansallisesti sovellettavista säännöksistä. Tämän luettelon pohjalta voidaan arvioida, ovatko säännökset asetuksen tavoitteiden näkökulmasta hyväksyttäviä.

**Kilpailuttaminen** – Mielipiteessä todetaan, että ”[s]uorien tilien vaatimus ei heikennä myöskään sijoittajien mahdollisuutta kilpailuttaa arvopaperiensa säilytystä vaan pikemminkin päinvastoin.”<sup>16</sup> Väite on loogisesti virheellinen jo siitäkin syystä, ettei työryhmä ole ehdottamassa suorasta omistusmallista luopumista vaan kahta vaihtoehtoista tilimallia. Sijoittaja voisi nykyiseen tapaan kilpailuttaa suorassa hallintajärjestelmässä oleviensa arvo-osuuksien tilinhoitajan. Tämän lisäksi sijoittajalla olisi mahdollisuus valita säilytys arvopaperitililain (750/2012) mukaisella arvopaperitilillä, jolloin kotimaiset ja ulkomaiset sijoittajat asetettaisiin yhtäläiseen asemaan. Arvopaperikeskusasetuksessa on ensisijaisesti kysymys arvopaperikeskusten välisestä kilpailusta. Mielipiteessä ajettu malli jättäisi osakesäilytyksen kokonaan arvopaperikeskusten kilpailun ulkopuolelle.

## 8 Jatkovalmistelu

Työryhmän kiireisestä aikataulusta johtuen hallituksen esityksen valmistelu edellyttää vielä teknistä jatkovalmistelua. FK osallistuu mielellään tähän valmisteluun.

FINANSSIALAN KESKUSLIITTO

Lea Mäntyniemi

<sup>15</sup> Ks. Mielipide s. 6.

<sup>16</sup> Ks. Mielipide s. 18.