

29.9.2008

Julkinen

Valtiovarainministeriö
PL 28
00023 Valtioneuvosto

Lausuntopyyntönnä 9.7.2008

Arvopaperimarkkinalain uudistaminen

Valtiovarainministeriö on pyytänyt lausuntoa arvopaperimarkkinalain (AML) uudistamista koskevasta arviomuistiosta. Rahoitustarkastus (Rata) esittää lausuntonaan seuraavan.

Arviomuistiossa esitetyt kysymykset

Uudistuksen tavoitteet ja reunaehdot

1 a) Mitä mieltä olette edellä esitetyistä AML:n kokonaisuudistuksen keskeisistä tavoitteista ja reunaehdoista?

Ratalla ei ole huomauttamista arviomuistiossa esitettyihin uudistuksen keskeisiin tavoitteisiin ja reunaehtoihin.

1 b) Minkälaisia seikkoja uudistuksessa olisi mielestänne erityisesti painotettava?

EU:n yhtenäismarkkinoiden kehittymisen myötä Suomen arvopaperimarkkinat ja niiden osapuolet ovat yhä kiristyvän kilpailun kohteena. Pidämme siksi tärkeänä, että Suomen arvopaperimarkkinoiden houkuttelevuutta ja kilpailukykyä pyritään lisäämään myös arvopaperimarkkinalainsäädäntöä kehittämällä, vaikka EU-lainsäädännön kattavuudesta johtuen kansallinen liikkumavara onkin varsin vähäinen. Tällöin on syytä pyrkiä lähtökohtaisesti mm. siihen, että ilman painavia, kansallisia syitä AML:ssa ei valita ratkaisuja, jotka poikkeavat keskeisistä vertailumaista (varsinkin Iso-Britannia ja Ruotsi).

Rahoituspalvelujen toimintasuunnitelmaan kuuluneiden direktiivien täytäntöönpanon seurauksena lakiin on tehty viime vuosina useita osittaisuudistuksia, mikä on tehnyt laista varsin vaikeaselkoisen. Pidämme siksi erityisen tärkeänä lain selkeyden ja systematiikan parantamista. Tällöin myös lain suhdetta muihin rahoitusmarkkinoita koskeviin lakeihin, kuten sijoituspalveluyrityksistä annettuun lakiin (SipaL) ja arvo-osuusjärjestelmästä annettuun lakiin (AOJL) on syytä arvioida huolellisesti.

29.9.2008

JulkinenTavoitesäännös

2 a) Tulisiko mielestänne yleinen tavoitesäännös lisätä AML:iin?

Katsomme, että lakiin olisi hyvä lisätä sen tavoitteita koskeva säännös.

2 b) Pidätekö edellä esitettyä esimerkkiä hyvänä lähtökohtana tavoitesäännöksen jatkovalmistelussa?

Arviomuistiossa esitetty esimerkki on hyvä lähtökohta säännökselle. Tavoitesäännöksen suhdetta lain yleisiin periaatteisiin on kuitenkin syytä tällöin arvioida huolellisesti.

Asiaan vaikuttaa luonnollisesti myös lain lopullinen sisältö ja kattavuus. Jos laissa säädetään jatkossakin esimerkiksi selvitystoiminnasta, voitaneen lain tavoitteena pitää myös arvopaperimarkkinoiden vakautta, kun selvitystoimintaa koskevan sääntelyn tavoitteena on arvopaperimarkkinoiden tehokkuuden lisäksi myös niiden vakaus.

Yleiset periaatteet

3 a) Tulisiko mielestänne yleiset periaatteet kirjata AML 1 lukuun?

Kannatamme yleisten periaatteiden kirjaamista lakiin paitsi siksi, että ne voivat lisätä sääntelyn tavoitteiden ymmärrettävyyttä, erityisesti siksi, että ne voivat ohjata lain käyttäjää sen yksittäisten säännösten tulkinnassa tilanteessa, jossa säännös on tulkinnanvarainen. Oikeusvarmuuden kannalta on syytä huomata, että jos yksittäisen säännöksen tulkinta ja merkitys on selvä, eivät yleiset periaatteet luonnollisesti voi tällöin tulla sovellettavaksi säännöksen sijaan.

Arviomuistiossa tarkoitettujen "kohdennettujen yleissäännösten" kehittämällä voitaisiin myös mahdollisesti päästä pääosin samaan lopputulokseen esimerkiksi siten, että kutakin lain lukua koskevat periaatteet kirjattaisiin kyseisen luvun alkuun.

3 b) Jos yleisiä periaatteita lisätään lakiin, pidätekö edellä esitettyjä esimerkkejä lain yleisiksi periaatteiksi hyvänä lähtökohtana jatkovalmistelussa?

Pidämme arviomuistiossa esitettyjä esimerkkejä varsin hyvänä lähtökohtana. Kiinnitämme kuitenkin huomiota siihen, että esimerkit eivät ole kaikilta osin keskenään yhteismitallisia. Esimerkiksi "luottamuksen" ja "tasapuolisuuden" voi nähdä osin erityyppisinä periaatteina, kun jälkimmäistä voitaneen pitää lähtökohtaisesti konkreettisempänä periaatteena. Myöskään "hy-

Dnro 7/130/2008

29.9.2008

Julkinen

vää arvopaperimarkkinatapaa" ja "sijoittajansuojaa" ei voitane pitää vastavina yleisinä periaatteina, kuin muita esitettyjä esimerkkejä.

Jatkovalmistelussa voisi selvittää, voisiko esimerkiksi IOSCO:n julkistamia periaatteita ("Objectives and Principles of Securities Regulation") hyödyntää periaatteita koskevassa säädösvalmistelussa.

3 c) Pidätkö AML:n voimassaolevia kohdennettuja yleissäännöksiä toimivina ja riittävinä?

Mielestämme kyseisiä säännöksiä tulisi kehittää. Esimerkiksi AML 4 luvun 1 § koskee tällä hetkellä sijoituspalvelujen lisäksi myös arvopaperikaupan osapuolia, eli muitakin kuin sijoituspalveluja tarjoavia arvopaperinvälittäjiä. Säännös tulisikin jakaa esimerkiksi kahteen osaan.

Vastaavasti AML 2 luvun 1 § koskee kahta tilannetta, eli arvopaperien markkinoinnin lisäksi myös niiden hankkimista elinkeinotoiminnassa. Myös tältä osin voisi harkita säännöksen eriyttämistä. Samalla tulisi pohtia säännöksen suhdetta AML 4 luvun 1 §:ään mm. siksi, että kumpikin säännös tulee sovellettavaksi esimerkiksi julkisessa ostotarjouksessa.

Jatkovalmistelun aikana voisi myös selvittää, tulisiko lakiin kirjata liikkeenlaskijan tiedonantovelvollisuutta koskeva kohdennettu yleissäännös, joka laista tällä hetkellä puuttuu. Myös ostotarjousdirektiivin 3 artiklassa todettujen periaatteiden kirjaamista lakiin kohdennetuiksi yleissäännöksiksi voisi selvittää.

Arvopaperimarkkinoiden sääntelyhierarkia

Arviomuistiossa käsitellään Ratan roolia sääntelijänä ja valvojana. Tältä osin todetaan, että "Ratan rinnakkainen rooli sekä määräysten antajana että valvojana voi olla ristiriitainen". Haluamme tältä osin tuoda esiin, että Ratan rooli arvopaperimarkkinoiden sääntelijänä vastaa pitkälle muissa EU:n jäsenvaltioissa, kuten pohjoismaissa, omaksuttuja ratkaisuja. Nähdäksemme nykytilaan ei myöskään liity ongelmia.

Kiinnitämme myös huomiota siihen, että Ratan standardit ovat joustavia ja periaatelähtöisiä. Varsinkin arvopaperimarkkinoiden osalta standardit sisältävät vain vähän sitovia määräyksiä. Niiden keskeisenä tarkoituksena on paitsi antaa markkinaosapuolille käytännönläheistä ohjeistusta, myös selkeyttää sääntelyä tilanteessa, jossa arvopaperimarkkinoiden sääntely on osin hajallaan eri säädöksissä. Standardeilla pyritään myös lisäämään oikeusvarmuutta, kun valvojan näkemys on etukäteen tiedossa. Kun Finanssi-valvonta aloittaa toimintansa vuoden 2009 alussa, tulee uusi valvontaviranomainen arvioimaan sääntelynsä linjauksia ja määräyskokoelmansa rakennetta.

Dnro 7/130/2008

29.9.2008

Julkinen

Rata tukee vastuullista itsesääntelyä, joka voi hyvin toimiessaan luoda joustavalla tavalla toimivia, käytännönläheisiä pelisääntöjä arvopaperimarkkinoilla ja siten lisätä luottamusta arvopaperimarkkinoihin. Itsesääntelyllä voidaan myös parantaa viranomaissääntelyn tehokkuutta. Kiinnitämme kuitenkin huomiota siihen, että EU-sääntelyn yksityiskohtaistumisesta johtuen itsesääntelylle on entistä vähemmän tilaa, mitä osoittaa se, että useassa jäsenvaltiossa itsesääntelyn rooli on viime vuosina supistunut aiemmasta. Itsesääntelyn roolia pohdittaessa on myös otettava huomioon ns. 3-tasolla CESR:n puitteissa tapahtuva EU-sääntelyn tulkintojen ja valvonnan konvergenssi.

Sääntelyhierarkian monimutkaisuutta on osin lisännyt myös se, että komissio on viime vuosina antanut useita arvopaperimarkkinoiden toimintaan liittyviä asetuksia. Pidämme tärkeänä, että viittaukset komission asetuksiin kirjataan lakiin mahdollisimman selkeiksi ja kattaviksi.

4 a) Onko AML:ssa tai sen nojalla annetuissa asetuksissa viranomaissääntelyä, joka mielestänne sopisi paremmin alemmalle hierarkiatasolle, joko asetuksiin tai Rahoitustarkastuksen määräyksiin?

Asiaa pitää mielestämme miettiä kokonaisuutena, joten asiaan on vaikea ottaa tässä vaiheessa kantaa. Mahdollisia esimerkkejä voisivat kuitenkin olla mm. AML 1 luvun arvopaperinvälittäjän asiakkaiden luokitteluun liittyvä sääntely ja osittain myös AML 2 luvun esitteitä koskevat säännökset. Myös julkista sisäpiirirekisteriä koskevaa AML 5 luvun varsin teknisluonteista sääntelyä voisi osin supistaa laissa.

4 b) Miten AML:n tai sen nojalla annettujen asetusten säännökset toimivat mielestänne suhteessa sääntelyä tarkentaviin Rahoitustarkastuksen määräyksiin, suosituksiin, soveltamisohjeisiin tai arvopaperipörssin sääntöihin?

Nähdäksemme AML:n ja VM:n asetusten suhde Ratan standardeihin on toimiva. Kuitenkin liikkeeseenlaskijoiden säännöllistä tiedonantovelvollisuutta koskevaa sääntelyä voidaan pitää varsin moniportaisena.

Arvopaperipörssin sääntöjen (esim. tiedonantovelvollisuus) osalta viranomaiset ja pörssi ovat pyrkineet varmistumaan siitä, että pörssin sääntöjen määräykset eivät ole ristiriidassa virallissääntelyn kanssa. Pörssin säännöt toimivat mielestämme hyvin suhteessa virallissääntelyyn.

4 c) Ovatko itsesääntelyn mahdollistavat säännökset ja puitteet AML:ssa mielestänne riittävät ja toimivat?

Itsesääntelyn roolin kehittyminen arvopaperimarkkinoiden sääntelyssä riippuu pitkälti markkinaosapuolten tahtotilasta. Nähdäksemme AML, saati

Dnro 7/130/2008

29.9.2008

Julkinen

Ratan sääntely, ei ole missään vaiheessa ollut esteenä itsesääntelyn kehittymiselle.

4 d) Minkälaista uutta itsesääntelyä pidätte tarpeellisenä ja millaisia tehtäviä antaisitte itsesääntelyelimille?

Kuten edellä totesimme, itsesääntelyn roolin kehittyminen riippuu lähtökohtaisesti markkinaosapuolista.

AML toimii kiinteässä vuorovaikutuksessa osakeyhtiölain kanssa. Esimerkiksi sijoittajansuojan toimivuudella on usein liittymäpinta osakeyhtiölaissa säädettyyn vähemmistönsuojaan. Myös Corporate Governancen liittyvillä kysymyksillä on monilta osin läheinen liittymäpinta AML:iin. Katsomme, että itsesääntelyn kehittämistarpeita osakeyhtiölain soveltamiseen liittyvissä kysymyksissä voisi tarkastella.

Pidämme itsesääntelyyn pohjautuvan arvopaperilautakunnan toimintaa sijoittajansuojan kannalta tärkeänä. Lautakunnan lisäksi voisi kuitenkin olla sijaa myös itsesääntelyyn perustuvalla ohjeistuksella esimerkiksi sijoituspalvelujen tarjonnassa noudatettavien yksittäisten menettelytapakysymysten kohdalla. Myös sijoitus- ja vakuutus tuotteiden markkinointiin liittyviä kysymyksiä voisi mahdollisesti ohjata itsesääntelyllä.

4 e) Miten mielestänne tulisi painottaa varsinaista itsesääntelyä verrattuna yhteissääntelyyn?

Asiaa tulee arvioida tapauskohtaisesti. Sinänsä yhteissääntelyn avulla voidaan tarvittaessa luoda selkeät ja luotettavat puitteet itsesääntelyelimille, mikä voi myös olla tarpeen intressiristiriitojen minimoimiseksi. On lisäksi syytä huomata, että Ratan ja itsesääntelyelimen välinen tietojenvaihto voi edellyttää sitä, että tämän toiminnasta säädetään laissa.

Arvopaperimarkkinoiden valvonta

5 Miten Rahoitustarkastuksen roolia tulisi mielestänne kehittää arvopaperimarkkinoiden valvonnassa edellä esitetyistä lähtökohdista?

Katsomme, että Finanssivalvontalaki (HE 66/2008) luo hyvän ja ajanmukaisen perustan Finanssivalvonnan työlle arvopaperimarkkinoiden valvojana.

Viimeaikainen markkinaturbulenssi on kuitenkin osoittanut, että Finanssivalvonnan valvontavaltuuksia tulee kehittää kriisitilanteita ajatellen niin, että sillä on riittävät valtuudet ryhtyä nopeasti tarvittaviin toimenpiteisiin.

29.9.2008

JulkinenArvopaperimarkkinalain rakenne

6 a) Mitkä osa-alueet tai asiakokonaisuudet AML:ssa olisi mielestänne esitettävä nykyistä selkeämmin erottuvina kokonaisuuksina ja miten?

Asiaan on nähdäksemme ennen aikaista ottaa kantaa. Ks. kuitenkin seuraava kysymys.

6 b) Olisiko mielestänne AML:n säännösten suhdetta lähilakeihin muutettava?

Katsomme, että AML:n suhdetta muihin rahoitusmarkkinoita koskeviin lakeihin (esim. SipaL, AOJL) on syytä arvioida huolellisesti. Yksi mahdollinen vaihtoehto voisi olla, että arvopaperimarkkinoiden infrastruktuuriin kuuluvista yhteisöistä säädettäisiin erillinen laki, joka käsitelisi siten markkinapaikkatoimintaa (arvopaperipörssi, monenkeskinen kaupankäynti ja optiopörssi) sekä selvitystoimintaa (selvitysyhteisö ja optiokauppojen selvitystoiminta). Myös AOJL:n voisi tällöin mahdollisesti yhdistää kyseiseen lakiin.

Lisäksi voisi harkita, tulisiko AML 4 luku siirtää (ainakin pääosin) SipaL:iin, joka sisältää jo nyt sijoituspalvelutoimintaan liittyviä erityisiä säännöksiä.

Mikäli edellä todetut ehdotukset toteutettaisiin, AML:ssa käsiteltäisiin lähinnä arvopaperien liikkeeseenlaskijoihin ja markkinoiden väärinkäyttöön liittyviä asioita.

Eräiden yksittäisten säännösten (esim. lain 2 luvun 6 d §) osalta on syytä selvittää, voitaisiinko ne lain selkeyden lisäämiseksi siirtää osakeyhtiölakiin.

6 c) Mitä mieltä olette edellä mainituista lain eri rakennevaihtoehtoista?

Ensi vaiheessa tulisi nähdäksemme päättää AML:n suhde sen lähilakeihin. Kun tämä on päätetty, voidaan vasta ryhtyä tarkemmin pohtimaan AML:n rakennetta. Katsomme kuitenkin, että arviomuistiossa todettu direktiivikohdainen jaottelu ei ole toimiva.

Lain soveltamisala ja määritelmät

7 a) Onko voimassaoleva AML:n soveltamisala mielestänne toimiva?

Pidämme erityisesti lain kansainväliseen soveltamisalaan liittyviä säännöksiä osin vaikeaselkoisina. Yksi keino sääntelyn selkeyttämiseen voisi olla,

Dnro 7/130/2008

29.9.2008

Julkinen

että tällaiset erityiset soveltamisalasäännökset siirrettäisiin lain asianomaisiin substanssilukuihin.

7 b) Onko AML:ssa käytetyissä määritelmissä puutteita tai pitäisikö määritelmiä lisätä?

Pidämme ongelmallisena muun muassa sitä, että laissa ei käytetä rahoitusvälineiden markkinat -direktiivissä käytettyjä termejä "säännelty markkina" ja "rahoitusväline". Myös laissa käytetty termi "arvopaperinvälittäjä" on käytännössä osoittautunut harhaanjohtavaksi, joten se tulee korvata paremmalla termillä. Sama koskee termiä "meklari".

Se, tarvitseeko lakiin ottaa lisää termejä, on ennen aikaista arvioida. Tältäkin osin voisi kuitenkin harkita sitä, jos määritelmiä voisi lain selkeyden parantamiseksi ottaa lain asianomaisiin substanssilukuihin.

7 c) Tulisiko mielestänne edellä esitettyjä määritelmiä koskevia esimerkkejä jatkovalmistella?

Arviomuistiossa on esitetty vartenotettavia ajatuksia lain määritelmien kehittämiseksi. Ehdotuksiin on kuitenkin ennen aikaista ottaa kantaa tässä vaiheessa.

Oikeussuojakeinot

8 a) Ovatko AML:n oikeussuojasäännökset mielestänne selkeät ja toimivat?

Arviomuistion luvussa 5.8 käsitellään AML:n vahingonkorvausvastuuta koskevan sääntelyn valmistelua. Vaikka asian osalta ei ole esitetty kysymystä, toteamme, että kyseisen sääntelyn selventäminen on ensiarvoisen tärkeää toimivan sijoittajansuojan kannalta.

8 b) Tulisiko mielestänne edellä esitettyjä ehdotuksia jatkovalmistella?

Meillä ei ole erityistä huomautettavaa ehdotuksiin. Kiinnitämme kuitenkin huomiota siihen, että siltä osin kun on kyse Ratan päätöksistä tehtävistä valituksista, tulee eri laeissa säädettyjen valitusreittien olla keskenään mahdollisimman johdonmukaisia. Finanssivalvontaa koskevassa lakiesityksessä ehdotetaan, että Finanssivalvonnan antamasta hallinnollisesta seuraamuksesta valitettaisiin Helsingin hallinto-oikeuteen, kun tällä hetkellä valitus on tehtävä markkinaoikeuteen. Tältä osin voidaan kysyä, onko esimerkiksi AML 10 luvun 3 a §:ssä säädetty valitusreitti markkinaoikeuteen tältä osin johdonmukainen.

Arvopapereita koskeva tiedonantovelvollisuus

Dnro 7/130/2008

29.9.2008

Julkinen

9 a) Ovatko mielestänne arvopapereita ja rahoitusvälineitä koskevat tiedonantovelvollisuussäännökset toimivia edellä mainittujen sääntelyn tavoitteiden näkökulmasta?

Ovat. Lain selkeyteen on kuitenkin kiinnitettävä erityistä huomiota. Myös virallissääntelyn moniportaisuuden (esim. liikkeeseenlaskijan säännöllinen tiedonantovelvollisuus) tarkoituksenmukaisuutta on syytä harkita.

9 b) Tulisiko edellä esitettyjen esimerkkien mukaisia ehdotuksia jatkovalmistella?

Mielestämme arviomuistiossa esitettyjä esimerkkejä, kuten liputusrajan alentamista, on syytä selvittää. Liputusvelvollisuuden osalta on kuitenkin syytä huomata, että avoimuusdirektiivi perustuu vähimmäisharmonisointiin, joten direktiivin mukainen minimisääntely ei sellaisenaan sovellu AML:n lähtökohdaksi. Pidämme myös tärkeänä, että tältäkin osin selvitetään riittävästi keskeisten vertailumaiden sääntelyn sisältöä. Liputusta koskevan sääntelyn kehittämisessä on myös syytä ottaa huomioon johdannais-sopimusten lisääntynyt käyttäminen arvopaperimarkkinoilla.

Arviomuistiossa esitetään, että jatkovalmistelussa selvitetään, tulisiko valtiovarainministeriön antaa asetus liikkeeseenlaskijan jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta. Ottaen huomioon, että lain kokonaisuudistuksen tavoitteena on vähentää virallissääntelyn moniportaisuutta, ja se, että nykytilaan ei käsittääksemme liity ongelmia, niin emme näe tarvetta ministeriön asetukselle asiassa. Myöskään EU-sääntely ei edellytä asiassa sitovaa virallissääntelyä. Nykyinen lakia täydentävä sääntely (Ratan standardi 5.2b ja arvopaperipörssin säännöt) nähdäksemme riittää asian sääntelemiseksi.

Yksityiskohtana toteamme, että liikkeeseenlaskijan antamien pörssitiedotteiden julkistamistapaa voisi harkita säänneltäväksi lain tasolla avoimuusdirektiivin vaatimusten mukaisesti.

9 c) Miten esitesäännöksiä tulisi mielestänne kehittää?

Arviomuistiossa esitettyä ajatusta pienantiesitteestä on syytä selvittää. Katsoimme kuitenkin, että nykyinen sääntely on tältä osin jo varsin joustavaa. Yksi mahdollinen keino esitevaatimusten lieventämiseen voisi kuitenkin olla se, että valtiovarainministeriön asetuksen (538/2005) 6 §:ssä säädettyä esitteen julkistamista koskevaa, annin kokoon liittyvää poikkeusta muutettaisiin siten, että nykyistä 100.000 euron enimmäiskokovaatimusta korotettaisiin selvästi. Jatkovalmistelussa on kuitenkin otettava huomioon, että listaamattomiin yhtiöihin liittyy sijoittajien kannalta lähtökohtaisesti suurempi riski, kuin listattuihin yhtiöihin.

Dnro 7/130/2008

29.9.2008

Julkinen

Katsomme myös, että esitteitä koskevissa valtiovarainministeriön asetuksissa olevia Ratan poikkeuslupaa edellyttäviä seikkoja voisi muuttaa ainakin osittain nk. automaattipoikkeuksiksi.

Pörssitoiminta ja monenkeskinen kaupankäynti

10 Tulisiko arvopaperipörssijä ja monenkeskistä kaupankäyntiä koskevaa AML:n sääntelyä muuttaa edellä mainittujen sääntelyn tavoitteiden saavuttamiseksi?

Markkinapaikkatoimintaa koskeva tuore AML 3 ja 3 a luvun sääntely on nähdäksemme toimivaa ja joustavaa. Varsinkin monenkeskistä kaupankäyntiä koskeva sääntely mahdollistaa joustavalla tavalla hyvin erityyppisten markkinapaikkojen perustamisen Suomeen.

Arviomuistiossa tuodaan esiin, että arvopaperipörssin toimiluvan ja sääntöjen vahvistamisen on tarkoitus säilyä edelleen valtiovarainministeriöllä. Rata katsoo tältä osin, että arvopaperipörssin toimiluvan ja sääntöjen vahvistaminen tulisi siirtää valtiovarainministeriöltä Ratalle, mikä olisi johdonmukaista muun rahoitusmarkkinalainsäädännön kanssa. Viittaamme tältä osin myös Kansainvälisen valuuttarahaston (IMF) ja Euroopan keskuspankin (EKP) toimivallan jaosta aiemmin esittämiin kantoihin.

Jos arvopaperipörssin toimiluvan vahvistamista ei kuitenkaan katsota voitavan siirtää Ratalle, esitämme toissijaisesti, että arvopaperipörssin sääntöjen vahvistaminen tulisi kuitenkin siirtää Ratalle.¹ Tätä puoltaa mm. se, että rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin myötä pörssikaupankäyntiä koskevan sääntelyn tulkintaan (vrt. komission nk. MiFID-asetus) ja valvontaan liittyvä yhteistyö on tiivistynyt CESR:n puitteissa huomattavasti. Koska arvopaperipörssin sääntömuutosten valmistelu tapahtuu pohjoismaisella tasolla, on sääntöjen vahvistamiseen liittyvää menettelyä myös tarve yksinkertaistaa nykyisestä.

Edellä todettu koskee myös selvitysyhteisön ja arvopaperikeskuksen toimilupien ja sääntöjen vahvistamista.

Arvopaperikauppa ja sijoituspalvelujen tarjoajat

11 Ovatko AML 4 luvun ja muut sijoituspalvelun tarjoamista sekä arvopaperikauppaa koskevat säännökset mielestänne toimivia?

AML:n uusi 4 luku on mielestämme toimiva. Kuitenkin eräitä edellä todettuja kysymyksiä tulisi selvittää (esim. AML 4 luvun suhde SipaL:iin ja

¹ Myös osakekaupankäynnin läpinäkyvyyteen liittyvien poikkeuslupien (ks. esim. MiFID-asetuksen 18 artikla) myöntäminen tulisi siirtää samalla Ratalle.

Dnro 7/130/2008

29.9.2008

Julkinen

AML 4 luvun 1 §:n jakaminen kahteen säännökseen). AML 4 luvun säännösten kansainvälistä soveltamisalaa tulisi myös selvittää.

Selvitystoiminta

12 Ovatko selvitystoimintaa koskevat AML 4 a luvun säännökset yleisesti toimivia ja mitkä ovat niihin liittyvät keskeisimmät muutostarpeet?

Pidämme tärkeänä, että arviomuistiossa mainittujen EU-tason hankkeiden vaikutusta selvitys- ja säilytystoimintaa koskevan lainsäädännön kehittämistarpeisiin ryhdytään arvioimaan. Tällöin on syytä selvittää myös esimerkiksi sitä, onko kansallinen lainsäädäntö riittävän kattava tilanteessa, jossa suomalaisessa arvopaperipörssissä tehtyjä kauppvoja ryhdyttäisiin selvittämään ulkomaisessa selvitysyhteisössä. Myös selvitysyhteisön luotettavaa hallintoa, kuten sen omistajien ja hallintohenkilöiden sopivuuden arviointia koskeva sääntely tulisi myös ajankäytöstä vastaamaan muuta rahoitusmarkkinasääntelyä.

Arvopaperikeskus huolehtii Suomessa selvitysyhteisönä arvopaperikauppoihin liittyvien velvoitteiden määrittämisestä (*clearing*) ja toteuttamisesta (*settlement*). Muualla Euroopassa velvoitteiden määrittäminen ja toteuttaminen on usein erotettu erillisten yhteisöjen tehtäviksi. Määrittystä suorittava yhteisö asettuu tavallisesti arvopaperikauppojen nk. keskusvastapuoleksi. AML:ssa ei kuitenkaan säädetä keskusvastapuolen toiminnasta. Jatkovalmistelun aikana tulisikin harkita, tulisiko laissa säätää erikseen edellä tarkoitettuja toimintoja harjoittavista yhteisöistä. Myös keskusvastapuolen asema riskiä ottavana yhteisönä tulisi tällöin ottaa huomioon.

Kannatamme ajatusta siitä, että valtiovarainministeriö perustaisi erillisen työryhmän arviomaan selvitys- ja säilytystoimintaan liittyvän lainsäädännön kehittämistarpeita.

Markkinoiden väärinkäyttöä ja sisäpiirirekisterejä koskevat säännökset

13 a) Onko markkinoiden väärinkäyttöä koskeva sääntely AML:ssa mielestänne toimivaa?

Sääntely on mielestämme varsin toimivaa.

Arviomuistiossa katsotaan, että AML 2 luvun 7 § ja 5 luvun 1 § ovat sanamuotojensa johdosta luoneet epätarkkuutta siitä, milloin katsotaan olevan kyseessä julkistettava arvopaperin arvoon vaikuttava tieto ja milloin sisäpiirintieto. Tätä näkemystä ei tarkemmin perustella. Rata katsoo, että merkittävämpi ongelma liittyy pikemminkin markkinoiden väärinkäyttö -direktiivissä (MAD) tehtyyn valintaan, jossa sisäpiirintieto ja jatkuva tiedonantovelvollisuus on kytketty toisiinsa. Tätä ongelmaa on käsittääksemme

Dnro 7/130/2008

29.9.2008

Julkinen

me pyritty välttämään edellä todettujen säännösten sanamuodoilla. Viit-
taamme tältä osin ESME:n raporttiin ("Market abuse EU legal framework
and its implementation by Member States: a first evaluation"), jossa käsitel-
lään asiaan liittyviä ongelmia. Myös komissio valmistelee parhaillaan selvi-
tystä MAD:n toimivuudesta, jonka yhtenä keskeisenä osa-alueena kyseinen
ongelma on.

Seuraavassa luetellaan eräitä yksittäisiä kysymyksiä, joita jatkovalmistelun
aikana voisi selvittää:

- liikkeeseenlaskijoiden hallintoelimiin ja johtoon kuuluvien henki-
löiden kaupankäynnin julkisuudella voi olla informaatioarvoa sijoit-
tajien sijoituspäätösten kannalta. Voidaan kysyä, onko nykyinen
malli, jossa tiedot ovat saatavilla yhtiön internet-sivuilta, mutta jos-
sa niitä ei erikseen julkisteta, riittävän ajantasainen ja läpinäkyvä
malli sijoittajien tiedontarpeen kannalta. Yksi malli voisikin olla, et-
tä kyseisten sisäpiiriläisten kaupankäyntiä koskevat tiedot tulisi jul-
kistaa markkinoille aktiivisesti. Tällainen malli voisi perustua myös
itsesääntelyyn
- myös liikkeeseenlaskijan merkittävien osakkeenomistajien kaupan-
käynnillä voi olla informaatioarvoa sijoittajille, joten tällaisten
osakkeenomistajien ilmoitusvelvollisuutta voisi myös harkita. Esi-
merkiksi Ruotsissa yli 10 % listayhtiöiden osakepääomasta omista-
villa henkilöillä on ilmoitusvelvollisuus arvopaperikaupoistaan
- yrityskohtaisen sisäpiirirekisterin osalta voisi harkita, tulisiko lakia
täydentää siten, että hankerekistereihin tulisi merkitä kaikki henki-
löt, joille liikkeeseenlaskija antaa sisäpiirintietoa, vaikka MAD ei
tätä edellytäkään
- liikkeeseenlaskijoiden julkisen sisäpiirirekisterin tietosisällön osalta
tulisi arvioida mm., vastaako AML:n sääntely MAD:iä.

13 b) Tulisiko mielestänne edellä esitettyjen esimerkkien mukaisia sään-
nöksiä jatkovalmistella?

Arviomuistiossa katsotaan, että muiden kuin listayhtiöiden osalta voitaisiin
luopua velvollisuudesta pitää AML 5 luvussa tarkoitettua julkista sisäpiiri-
rekisteriä. Koska kyseinen velvollisuus on suomalainen erityispiirre, ei Ra-
talla ole sinänsä huomauttamista ehdotukseen.

Katsomme kuitenkin, että koska rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin
mukainen henkilökohtaisia liiketoimia koskeva sääntely koskee vain

Dnro 7/130/2008

29.9.2008

Julkinen

AML:n tarkoittamia arvopaperinvälittäjiä ja arvopaperipörssiä, on vastaava sääntely syytä ulottaa myös mm. selvitysyhteisöön ja rahastoyhtiöön.

Itsesääntelyä ja sen valvontaa voisi myös kehittää asiassa edelleen. Tällöin voitaisiin mm. vertailla sitä, miten henkilökohtaisia liiketoimia (esim. nk. lyhyen kaupan kieltö) säännellään muissa jäsenvaltioissa (ml. itsesääntely).

Julkiset ostotarjoukset ja tarjousvelvollisuus

14 a) Onko AML 6 luvun sääntely osto- ja lunastustarjouksista sekä yritys-kauppautakunnasta ja tarjousasiakirjaa koskevan asetuksen sääntely mielestänne toimivaa?

AML 6 luvun varsin tuore sääntely on mielestämme – yhdessä Keskuskauppakamarin yrityskauppautakunnan suosituksen ja Ratan standardin 5.2 c kanssa – toimivaa.

14 b) Miten AML 6 luvun mukaisia säännöksiä tulisi mielestänne jatkovalmistella?

Yksittäisinä kysymyksinä tuomme esiin, että käsitteen "yksissä tuumin toimiminen" osalta voisi harkita sen täsmentämistä vastaamaan paremmin ostotarjousdirektiiviä. Johdannaissopimuksiin liittyviä soveltamiskysymyksiä tulisi myös selvittää (vrt. Ratan lausuntopyyntö 5/2008: "Johdannaisiin perustuva tarjousvelvollisuus"). Lisäksi tulisi tarkistaa, vastaako AML 6 luvun kansainvälinen soveltamisala kaikilta osin ostotarjousdirektiiviä.

Ostotarjousdirektiivin 3 artiklassa todettujen periaatteiden osalta viittaamme edellä lausuttuun.

Johdannaiset

15 a) Onko johdannaisia koskeva sääntely mielestänne tarpeellista ja toimivaa?

AML:n johdannaissopimuksia koskeva sääntely on paitsi rakenteellisesti, myös lain selkeystavoitteen kannalta epätydyttävällä tasolla. Lain 10 luvussa on myös sisällöllisiä puutteita ja epäjohdonmukaisuuksia, eikä se kaikilta osin vastanne EU-direktiivejä. Nähdäksemme esimerkiksi lain terminologiaa kehittämällä (esim. rahoitusvälineen määritelmä) lain selkeyttä voidaan merkittävästi lisätä.

Kiinnitämme myös huomiota siihen, että johdannaissopimusten käyttäminen arvopaperimarkkinoilla on viime vuosina lisääntynyt huomattavasti, minkä vuoksi niitä koskevan sääntelyn ajanmukaisuus on entistäkin tärkeämpää.

Dnro 7/130/2008

29.9.2008

Julkinen

15 b) Tulisiko OptL:n säännökset yhdistää AML:n sääntelyyn ja jatkovalmistella edellä esitettyjä tai muita johdannaisia koskevia säännöksiä?

Pidämme hyvänä ajatuksena yhdistää optiokauppalain AML:n markkina-paikkoja ja selvitystoimintaa koskevaan sääntelyyn. Kuten edellä todettiin, yksi toimiva malli saattaisi tältä osin olla säätää näiden osalta erillinen laki.

AML:n rangaistussäännökset ja Ratan hallinnolliset sanktiot

16 a) Tulisiko arvopaperimarkkinoihin kohdistuvien rikosten suojeltavia etuja ja asianosaiskelpoisuutta täsmentää tai muuttaa?

Asianomistaja-aseman määrittelyyn liittyy tiettyjä ongelmia. Siitä huolimatta rikosoikeusjärjestelmän tehokkuus ja sijoittajansuoja ovat selkeitä perusteita, jotka tukisivat sijoittajien asianosaiskelpoisuutta. Muistiossa viitattua KKO:n antamaan ennakkoratkaisua ei myöskään nähdäksemme voi tulkita niin, että asianomistaja-asema puuttuisi kategorisesti kaikkien arvopaperimarkkinarikosten osalta. Vaikka arvopaperimarkkinarikoksilla suojataankin yhteisöllisiä oikeushyviä (mm. luottamuksensuoja), suojataan niillä myös yksittäisten sijoittajien oikeushyviä (mm. omaisuudensuoja). Ottaen lisäksi huomioon vahingonkorvausvastuun käytännön toteutumiseen liittyvät ongelmat, voidaan sijoittajien asianomistaja-aseman katsoa olevan tarpeen sijoittajien oikeussuojaintressien toteutumiselle. Sijoittajien asianomistaja-aseman puuttumista on myös oikeuskirjallisuudessa kritisoitu voimakkaasti.

16 b) Ovatko mielestänne AML:n ja siihen pohjautuvien RL:n rangaistussäännösten tunnusmerkistöt ja soveltamisalat riittävän kattavia? Jos eivät, millaisia muutoksia olisi tehtävä?

Eivät kaikilta osin. Seuraavassa luetellaan eräitä kysymyksiä, joita jatkovalmistelun aikana voisi selvittää:

- On syytä arvioida, tulisiko rikoslain rangaistussäännösten alueellista soveltamisalaa (erityisesti sisäpiirintiedon väärinkäyttö ja kurssin vääristäminen) laajentaa siten, että ne vastaisivat AML:n markkinoiden väärinkäyttöä koskevien säännösten soveltamisalaa. Esimerkiksi Suomesta käsin tehty sisäpiirintiedon väärinkäyttö tai kurssin vääristäminen, joka kohdistuu toisessa ETA-valtiossa listattuun arvopaperiin, tulisi yleisestävyyden vuoksi olla rangaistavaa myös Suomen RL:n mukaan, eikä pelkästään AML:n hallinnollisin seuraamuksin. Tällöin kyseisiä tekoja voitaisiin myös tarvittaessa tutkia poliisin toimesta, jolla on paremmat valtuudet tutkia epäiltyjä väärinkäytöksiä

29.9.2008

Julkinen

- RL:n sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevaa säännöstä tulisi voida soveltaa myös arvopapereihin, joita on vasta haettu julkisen kaupankäynnin kohteeksi
- RL:n sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevaa säännöstä tulisi voida soveltaa myös AML 10:1 b §:ssä tarkoitettuihin OTC-johdannaisiin
- RL 51:6,4:n ja AML 10:1 ja 1 a §:n soveltamisalat on tarkoituksenmukaista saada yhteneviksi. Tällä hetkellä AML:n väärinkäyttökiellot ovat soveltamisaltaan suppeampia kuin RL:n rangaistussäännökset, kun AML edellyttää vakioidun johdannaissopimuksen kohde-etuuden olevan julkisen kaupankäynnin kohteena oleva arvopaperi taikka raaka-aine tai muu hyödyke, mutta vastaavaa edellytystä ei ole RL:ssa
- Tulee tarkistaa, täyttävätkö AML 10 luvun säännökset hyödykejohdannaisten osalta MAD:n vaatimukset ja ovatko AML:n väärinkäytösäännökset ja RL:n rangaistussäännökset niiden osalta tarkoituksenmukaisia
- Sisäpiirintiedon ilmaisemisen kriminalisointia on syytä arvioida. Sisäpiirintiedon ilmaisemista voitaneen pitää monissa tapauksissa vähintään yhtä moitittavana kuin sisäpiirintiedon käyttöä. Sisäpiirintiedon levittäminen voi aiheuttaa sekä liikkeeseenlaskijalle että markkinoille kokonaisuudessa huomattavasti suurempia vahinkoja kuin yksittäisen henkilön kaupankäynti tiedon perusteella. Yrityssalaisuuden rikkomisen tai arvopaperimarkkinoita koskevan salassapitorikoksen (AML 8:4) ei voida katsoa olevan riittäviä kyseiseen tekkoon puuttumiseksi. Myös muissa pohjoismaissa sisäpiirintiedon luvaton ilmaiseminen on ainakin joiltain osin kriminalisoitu
- Tiedottamisrikoksesta on perusteltua säätää kvalifioitu törkeä tekemuoto. Törkeään kurssin vääristämiseen liittyvää pykälää ei kyetä soveltamaan kaikissa tapauksissa tehokkaasti törkeimpiin tiedottamisrikoksiin. Lisäksi törkeät tiedottamisrikokset ovat vähintään yhtä moitittavia ja markkinoiden luotettavuutta heikentäviä kuin muutkin arvopaperimarkkinarikosten törkeät tekemuodot
- Tulisi arvioida, pitäisikö epäilyttävien liiketoimien ilmoitusvelvollisuuden (AML 4:16) laiminlyönti kriminalisoida. Vertailua voi myös tältä osin tehdä ainakin muiden pohjoismaiden kesken
- On arvioitava, ovatko MAD 12 artiklan edellyttämät valtuudet (esim. 2 kohdan e alakohdan oikeus kieltää direktiivin vastainen menettely ja h alakohdan edellyttämä valtuus ammattitoiminnan vä-

Dnro 7/130/2008

29.9.2008

Julkinen

liaikaisesta keskeyttämisestä) implementoitu riittävästi Ratal:ssa tai muussa lainsäädännössä

- Vielä on syytä arvioida väärän todistuksen antamista viranomaiselle koskevan tunnusmerkistön (RL 16:8) soveltumista tilanteeseen, jossa Ratalle annetaan totuudenvastaista tietoa sen valvontatehtävän yhteydessä. Mikäli kyseisen säännöksen soveltamiseen liittyy ongelmia, tulee säännöstä täsmentää tai säätää tarvittaessa erillinen seuraamussäännös. Uskottava ja tehokas valvonta edellyttää, että valvonnan kohteena olevilla tahoilla on riittävä kannustin antaa oikeaa tietoa valvontaviranomaiselle.

16 c) Onko rikosoikeudellisten ja hallinnollisten seuraamusten välinen suhde arvopaperimarkkinarikoksissa ja -rikkomuksissa nykyään oikea ja toimiva?

Seuraamusten välinen suhde

Rikosoikeudellisten ja hallinnollisten seuraamusten suhteeseen liittyy ongelmia, jonka vuoksi niiden keskinäistä suhdetta on syytä arvioida uudelleen. Tämä johtuu ennen kaikkea siitä, että seuraamusmaksun soveltamisala on rajattu verraten ahtaaksi. Seuraamusmaksun edellytyksenä on, ettei julkista varoitusta yksin voida pitää riittävänä seuraamuksena. Lisäksi seuraamusmaksun edellytykseksi on asetettu menettelyn tai laiminlyönnin jatkuvuus, toistuvuus, suunnitelmallisuus tai muu erityinen moitittavuus.

Käytännössä voivat muodostua harvinaiseksi tilanteet, joissa menettely ei lähtökohtaisesti täytä – tai sen ei ole syytä epäillä täyttävän – RL:ssä säädettyjen tunnusmerkistöjen edellytyksiä, mutta sitä on kuitenkin pidettävä niin moitittavana, ettei pelkkää julkista varoitusta voida pitää riittävänä seuraamuksena. Ongelmaa lisää se, että käytännössä ainoa ero rikostunnusmerkistöjen ja hallinnollisten seuraamusten välillä liittyy syyksiluettavuuden asteeseen. Seuraamusmaksua koskevan säännöksen tosiasiallinen soveltaminen on näistä syistä nykyisin hyvin vaikeaa.

Hallinnollisia seuraamuksia koskevissa säännöksissä sekä niiden perusteissa ilmaistujen kriteerien ohella perusteita Ratan harkintavallan käytölle hallinnollisen tai rikosoikeudellisen seuraamusmenettelyn valinnassa voitaisiin ottaa esimerkiksi rikosoikeudellisista toimenpiteistä luopumista koskevista säännöksistä. Hallinnollisten seuraamusten käyttö voisi näin olla perusteltua lähinnä tilanteissa, joissa rikkomusta on pidettävä siinä määrin vähäisenä, ettei rikosoikeudellisen vastuun soveltaminen ole perusteltua eikä tarkoituksenmukaista.

Seuraamusvalinnassa olisi voitava punnita myös sitä, edellyttääkö markkinoiden luottamuksen turvaaminen ja yleinen etu viimesijaisena keinona pi-

Dnro 7/130/2008

29.9.2008

Julkinen

detyn rikosoikeudellista sanktion käyttöä vai olisiko tavoite saavutettavissa hallinnollisen seuraamuksen määräämisellä.

Seuraamusasteikko

Arvioitaessa hallinnollisten seuraamusten mahdollista ylärajaa, vertailua ei ole tarkoituksenmukaista tehdä suoraan suhteessa RL:n maksimirangaistuksiin. Rikoslain rangaistukset pitävät aina sisällään vankeusrangaistusuhan, eikä esim. yhteisösakon tai luonnolliselle henkilölle määrättävän sakkorangaistuksen määrää voi näin verrata suoraan hallinnollisen seuraamusmaksun suuruuteen. Rikosoikeudelliset rangaistukset ovat myös aina tarkoitettu moitittavuudeltaan ankarammiksi kuin hallinnolliset seuraamukset - sanktioiden euromääristä riippumatta. Hallinnollisten seuraamusten on myös tarvittaessa voitava olla riittävän suuria, jotta menettelyllä tavoiteltu hyöty voidaan ottaa huomioon seuraamusta määrättäessä.

Oikeushenkilölle määrättävä hallinnollinen seuraamusmaksu ja RL:n yhteisösakko eivät myöskään ole yhteismitallisia siksi, että yhteisösakko on oikeushenkilölle määrättävä seuraamus siitä, että sen puolesta toiminut henkilö on syylistynyt rikokseen ja näin saanut siitä myös jo erillisen seuraamuksen.

Tässä yhteydessä on myös syytä tehdä vertailua CESR:n suorittamaan selvitykseen eri jäsenvaltioissa voimassa olevista seuraamuksista ja niiden suuruudesta (CESR/08-099).

Rikosoikeudellisten ja hallinnollisten seuraamusten välistä suhdetta ja sen toimivuutta arvioitaessa on syytä nostaa esille myös Ratan valvonta- ja tutkintavaltuuksien riittävyys epäiltyjen väärinkäytösten selvittämiseksi. Ratan valvonta- ja tutkintavaltuuksien tulisi olla niin kattavat, että sillä ei ole tarvetta siirtää tapauksia poliisin esitutkintaan puutteellisten valtuuksien johdosta. Ratan valtuuksien mutta myös hallinnollisten seuraamusten riittävyys mahdollistavat sen, että tapauksia voidaan käsitellä tehokkaasti Ratan tutkinta- ja sanktiovaltuuksin.

16 d) Pidätkö AML:n rangaistussäännösten esittämistapaa ja lakiviittauksia toimivina?

Emme kaikilta osin. Seuraavassa luetellaan eräitä yksittäisiä kysymyksiä, joita jatkovalmistelun aikana voisi selvittää:

- AML 10 luvun viittaukset AML:n ja RL:n väärinkäyttö-/rangaistussäännöksiin tulee tarkistaa
- AML 8:1:ssä tulisi viitata myös RL 51:5:n tiedottamisrikokseen. Voi harkita, olisiko parempi viitata RL:n säännöksiin kunkin AML:n

29.9.2008

Julkinen

säännöksen yhteydessä (esim. AML 5:2 ja 5:12). Toisaalta tiedottamisrikoksen voi täyttää useamman AML:n säännöksen vastainen menettely (lähinnä 2 ja 6 luku)

- Niiden AML:n markkinoiden väärinkäyttöä koskevien säännösten osalta, joiden rikkomisesta voidaan määrätä seuraamusmaksu, tulisi myös arvioida viittauksen tarpeellisuutta seuraamusmaksusäännöseen
- AML 8:2 ja 2 a §:n tavoin voisi arvioida myös AML 8:3 ja 8:4 §:n siirtämistä rikoslakiin.

RAHOITUSTARKASTUS

Jarmo Parkkonen
apulaisjohtaja

Olli Laurila
lakimies