

Valtiovarainministeriö
Rahoitusmarkkinaosasto
PL 28
00023 Valtioneuvosto

ARVOPAPERIMARKKINALAIN UUDISTAMISTA KOSKEVA ARVIOMUISTIO

Valtiovarainministeriö on pyytänyt Keskuskauppakamarin lausuntoa arvopaperimarkkinalain kokonaisuudistusta koskevasta arviomuistiosta. Keskuskauppakamari lausuu asiasta seuraavan.

Suomen arvopaperimarkkinoiden kilpailukyky

Keskuskauppakamari pitää arvopaperimarkkinalain uudistamista tarpeellisenä. Uudistuksen perimmäisenä tavoitteena on oltava toimivat ja tehokkaat arvopaperimarkkinat Suomessa. Suomen kansantalouden kannalta on ensiarvoisen tärkeää, että Suomessa on kasvuyrityksiä, jotka tähtäävät pörssilistautumiseen lyhyellä tai pitkällä tähtäimellä.

Tilanne on nykyisellään huolestuttava, kun listayhtiöiden määrä vähenee yritysostojen myötä eikä uusia listautumisia tule. Tilanteeseen on lukuisia syitä, mutta sääntelyympäristön merkitystä ei ole syytä vähätellä. IFRS:n ja arvopaperimarkkinoita koskevan sääntelyn myötä kynnys siirtyä listaamattomasta yrityksestä listayhtiöksi on nykyisin erittäin korkea. Kansainvälisestikin on merkkejä siitä, että vähentääkseen byrokrati-aa yritykset saattavat jopa hakeutua pois pörssilistoilta. Lakiuudistuksessa on varmistettava, ettei listayhtiöille aiheudu sääntelystä tarpeettomia kustannuksia.

Suomalaisen arvopaperimarkkinoiden sääntelyn on oltava kansainvälisesti kilpailukykyinen. Tämä on erityisen tärkeää markkinoidemme pienen koon vuoksi. Asian merkitystä korostaa myös se, että monet listayhtiömme ovat kansainvälisessä vertailussa varsin pieniä. Säännöksiin ei saa sisältyä poikkeamia yleisestä kansainvälisestä käytännöstä tai EU:n sääntelystä, ellei perusteena ole nimenomaan se, että poikkeamalla saadaan aikaan yleistä käytäntöä parempaa sääntelyä, jolla edistetään arvopaperimarkkinoiden kehittymistä ja menestystä.

Kansainväliset arvopaperimarkkinat kehittyvät nopeasti. Uudet markkinapaikat ja toiminnan kansainvälistyminen ovat muuttaneet kaupankäyntimalleja, mikä vaikuttaa myös Suomen arvopaperimarkkinoihin sekä korostaa modernin ja toimivan säädösympäristön tarvetta.

Uudistuksen tavoitetta ei voi kuitenkaan kuvata kotimaisten toimijoiden aseman parantamisella, kuten arviomuistiossa useassa kohdassa todetaan. Kysymys ei ole siitä, ovatko toimijat kotimaisia vai ulkomaisia, vaan siitä, onko Suomessa toimivat ja kilpailukykyiset arvopaperimarkkinat.

Jos markkinat eivät ole kilpailukykyiset, kaupankäynti saattaa keskittyä Suomen ulkopuolella oleville markkinapaikoille. Tämä puolestaan vaikeuttaisi suomalaisten yritysten varainhankintaa markkinoilta sekä heikentäisi suomalaisten sijoittajien toimintamahdollisuuksia. Kilpailukykyiset arvopaperimarkkinat myös kannustavat suomalaisia kasvuyrityksiä kehittämään pörssilistauksen suuntaan.

Suomalaisen yhtiön osakkeiden liikkeeseenlaskuun ja sisäpiirisääntelyyn liittyy lainsäädännöstä ja viranomaiskäytännöistä johtuvia poikkeamia keskeisten markkinapaikojen käytännöistä. Poikkeamat lisäävät erityisesti ulkomaalaisten markkinatahojen riskiä niiden toimiessa Suomen markkinoilla.

Arvopaperimarkkinalakia on kehitettävä ja modernisoitava vastaamaan nykyisten kansainvälisten markkinoiden vaatimuksia. Isossa-Britanniassa ja Saksassa onkin toteutettu arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistukset.

Lain rakenne

Nykyisellään arvopaperimarkkinalainsäädäntö ei muodosta johdonmukaista kokonaisuutta. Tavoitteeksi tulisi ottaa, että arvopaperimarkkinalaissa säänneltäisiin liikkeeseenlaskijan toimintaa ja suhdetta sijoittajiin. Selvitystoiminta ja kaupankäyntimenettely eivät luontevasti kuulu samaan aihekokonaisuuteen, kuten ei myöskään sijoituspalvelun tarjoajan ja sen asiakkaan välinen suhde. Selkeimmin arvopaperimarkkinalakiin kuulumattomia säännöksiä ovat toimilupa-asiat.

Nykyisen lain 2, 5 ja 6 lukujen aihealueet koskevat liikkeeseenlaskijoita, joten niiden piirissä olevien asioiden pitäisi sisältyä tulevaan arvopaperimarkkinalakiin. Siihen olisi johdonmukaista sisällyttää myös optioasiat.

Luvut 3, 3a ja 4a puolestaan sääntelevät lähes yksinomaan kaupankäyntimenettelyä ja selvitystoimintaa, ja 4 luvussa on säännöksiä sijoituspalvelujen tarjoajan ja asiakkaan välisestä suhteesta. Näillä asioilla ei ole sellaista yhteyttä liikkeeseenlaskijaa koskevaan sääntelyyn, että niitä jatkossa kannattaisi pitää arvopaperimarkkinalaissa.

Lainvalmistelun lähtökohdaksi on syytä ottaa erilliset lait toisiinsa liittymättömistä asiakokonaisuuksista. Tätä puoltaa lain selkeyden lisäksi se, että samat yleiset periaatteet eivät soveltune luontevasti esimerkiksi liikkeeseenlaskijan tiedontantovelvollisuuteen ja toisaalta selvitystoiminnan järjestämiseen.

Sijoituspalveluiden menettelytapojen osalta voitaisiin selvittää sitä, olisiko niistä mahdollista säätää luontevasti arvopaperimarkkinalain menettelytapoja koskevissa säännöksissä ja säätää sijoituspalveluyrityksistä annetussa laissa ja sijoitusrahastolaissa jatkossa ainoastaan kyseisen toiminnan järjestämisestä.

Kokonaisuudistuksessa on arvioitava myös arvo-osuuslainsäädännön muutostarpeita, kuten arvopaperien moniportaisen hallinnan selkeyttämistä. Sama koskee ulkomaisten sijoitusrahasto-osuuksien hallintaa arvo-osuusjärjestelmän ulkopuolella.

Sääntelyhierarkia

Uudistuksen yhteydessä on syytä pohtia myös arvopaperimarkkinoiden sääntelyhierarkiaa sen suhteen, mitä säädetään laissa tai asetuksessa, sekä mikä on alempitason viranomaissääntelyn ja toisaalta itsesääntelyn rooli. Asiaa selvitettäessä on otettava huomioon lisääntynyt sääntely ja muutokset toimintaympäristössä.

Pörssitoiminta on kansainvälistynyt, ja tällä voi pitemmällä tähtäimellä olla vaikutuksia sääntelyyn. Näihin aikoihin asti Helsingin pörssi on aktiivisesti ohjannut arvopaperimarkkinoita ohjeistuksellaan. Pörssitoiminta on kuitenkin kansainvälistynyt ja kilpailevia markkinapaikkoja syntyy, eikä ole selvää, mikä markkinapaikan rooli sääntelijänä on tulevaisuudessa. Tämä muuttuva tilanne ei saa johtaa siihen, että markkinavalvoja laajentaa sääntelytoimintaansa markkinapaikan antaman ohjeistuksen mahdollisesti kaventuessa, vaan tarvittava sääntely on annettava elinkeinoelämän itsesääntelyn keinoin.

Hyvä arvopaperimarkkinatapa määräytyy markkinoilla. Sen sisältö ei voi perustua viranomaisen antamaan määritelmään.

Keskeisen sääntelyn on sisällyttävä lainsäädäntöön. Esimerkiksi ostotarjousvelvollisuuden syntyminen on niin olennainen seikka, että sitä ei pitäisi säännellä Rahoitustarkastuksen standardissa. Kuitenkin Rahoitustarkastuksen standardin 5.2.c mukaan myös epäsuora osakkeenomistus voi johtaa velvollisuuteen tehdä pakollinen ostotarjous (7.2.16).

Rahoitustarkastuksen rooli ja toimivalta

Rahoitustarkastuksen roolin on painotuttava valvontaan. Tehokas valvonta on olennainen osa toimivia arvopaperimarkkinoita. Viranomaisrooliin ja hyvään hallintoon kuuluu myös yritysten neuvonta. Rahoitustarkastuksen antama sääntely on lisääntynyt melkoisesti viime vuosina, eikä sääntelyn merkitys ja sitovuus ole kaikilta osin selkeää. Ilmeisesti muun sääntelyn aukollisuus on johtanut Rahoitustarkastuksen norminannon

lisääntymiseen. Vaikka monet Rahoitustarkastuksen antamat standardit ovat korkeatasoisia, standardeissa on ohjeistusta, joista tulisi säätää lain tai asetuksen tasolla.

Jotkut Rahoitustarkastuksen tulkinnot eivät ainakaan selkeästi perustu lakiin. Tämä on myös oikeusturvakysymys. Joiltakin osin taas itsesääntely olisi parempi keino kehittää markkinaa.

Ohjeistuksen kutsuminen standardeiksi saa aikaan varsin sitovan mielikuvan, sillä monella alalla standardeista ei voi poiketa. Kuitenkin Rahoitustarkastuksen standardeihin sisältyy ei-sitovia osia sitovien määräysten lisäksi, mikä on omiaan hämärtämään ei-sitovien ohjeiden merkitystä.

Arvopaperimarkkinalain uudistuksen yhteydessä on selvitettävä keinoja selkeyttää säännöshierarkiaa myös Rahoitustarkastuksen ohjeistuksen osalta. Samalla on selvitettävä, minkä asioiden tulee kuulua Rahoitustarkastuksen norminantovaltuuksiin ja mikä ei kuulu markkinavalvojan rooliin. Nykyisin Rahoitustarkastuksella on lukuisia rooleja, kun se toimii norminantajana, markkinavalvojana, tutkivana viranomaisena, seuraamusten määrääjänä sekä edustajat esiintyvät oikeudenkäynneissä asiantuntijatodistajana. Tilanne on otettava tarkasteluun.

Rahoitustarkastuksella on laaja toimivalta suorittaa tutkintaa, joka saattaa johtaa jopa rikosprosessiin. Sen vuoksi viranomaisen moninaista roolia on syytä pohtia. On myös huomattava, että käytännössä sama virkamies voi laatia normeja ja tutkia niiden noudattamista sekä esittää sanktioita. Herää kysymys, onko virkamiesten tehtäviä syytä eriyttää nykyistä enemmän.

Lainvalmistelussa on otettava tarkasteltavaksi myös Rahoitustarkastuksen toimivallan ulottuvuus. Rahoitustarkastuksen valvonnan ei voi olla perusteltua ulottua sellaiseen yhtiöön, jonka kotipaikka on Suomessa, mutta jolla ei ole arvopaperioikeudellista liittymäkohtaa Suomeen pörssilistauksen ollessa pelkästään Suomen ulkopuolella.

Lainsäädännön selkeys

Uudistuksen tavoitteeksi on otettava selkeä ja johdonmukainen arvopaperimarkkinoiden sääntely. Lukuisien muutosten myötä laki on tullut vaikeaselkoiseksi ja jossakin määrin epäjohdonmukaiseksi. Lakiuudistukselle on teknistä tarvetta. Nykyisen lain määritelmät ja soveltamisalasäännökset ovat vaikeaselkoisia.

Sisäpiirisääntely

Esimerkiksi sisäpiirirekisterien pitämiseen ja ilmoitusvelvollisuuteen liittyvät säännökset ovat vaikeaselkoisia. Lakiuudistuksen tavoitteeksi on otettava sisäpiirisääntelyn

selkeys, jotta yhtiöille ei aiheudu tarpeettomia kustannuksia ja epävarmuutta rekisterien pidossa. Ilmoitusvelvollisten oikeusturva on otettava huomioon. Lausunnossa on jäljempänä käsitelty tarkemmin nykyisen sisäpiirisäätelyn ongelmia.

Tiedonantovelvollisuus

Tiedonantovelvollisuuden syntyminen on säännelty laissa ja sen perusteluissa varsin yleisluontoisesti. Rajanveto tiedottamisvelvollisuuden syntymisessä on vaikeaa. Lakiuudistuksessa on pyrittävä selkeyttämään tiedonantovelvollisuuden syntymisen kriteereitä. Nykyisellään tiedonantovelvollisuuden tulkinta perustuu pitkälti Rahoitustarkastuksen ohjeistukseen.

Uuden lain myötä tulkintojen tulisi perustua selkeämmin lainsäädäntöön, joten lain ja asetuksen tasolla on jatkossa oltava tarkempaa sääntelyä tiedonantovelvoitteista. Tämä on myös oikeusturvakysymys ottaen huomioon arvopaperimarkkinasäätelyn seuraamusjärjestelmä. Lisäksi safe harbour -sääntöjen mahdollisuuksia olisi hyvä selvittää, jotta yritykset voisivat nykyistä paremmin varmistua toimintansa lainmukaisuudesta.

Ostotarjoukset

Ostotarjoussäännökset jättävät epäselväksi sen, mitä sopimusoikeudellisia vaikutuksia ostotarjouksella on. Epäselvää on esimerkiksi se, sitooko ostotarjous sopimusoikeudellisesti siitä huolimatta, että se rikkoisi arvopaperimarkkinalain säännöksiä. Myös se on epäselvää, koskeeko ensimmäisen tarjouksen hyväksyneen peruutusoikeus kilpailevan tarjouksen tilanteessa sellaista tilannetta, jossa kauppa on jo toteutettu (AML 6:8.2).

Yksissä tuumin toimimista koskevaa säännöstä on täsmennettävä. Pakollisen ostotarjousvelvollisuuden syntyminen on niin merkittävä velvoite, että sääntelyn on oltava yksiselitteinen. Tulevan lain perusteluihin on kirjattava, että yksissä tuumin toimimista koskevalla sääntelyllä ei tarkoiteta osakkeenomistajien tavanomaista yhteistoimintaa yhtiön johdon toiminnan kontrolloimiseksi.

Ei ole harvinaista, että yhtiön osakkeenomistaja on tarjouksentekijöiden joukossa. Tasavertaisen kohtelun säännökseen voi tällöin liittyä tulkintakysymys siitä, missä määrin muille osakkeenomistajille on tarjottava vastikkeeksi tarjouksentekijäyhtiön osakkeita. Asiaa voisi selkiyttää lain perusteluissa.

Arvopaperimarkkinalain ja osakeyhtiölain suhde

Osakkeiden liikkeeseenlasku

Listayhtiön osakeannin järjestäjä antaa usein merkintätakauksen. Siitä sovitaan järjestäjäsopimuksessa annin hinnoittelun yhteydessä ennen osakkeiden liikkeeseenlaskua.

Kansainvälisen käytännön mukaisesti sopimukseen sisältyy irtisanomispykälä, jonka mukaan anti voidaan peruuttaa tai keskeyttää ennen uusien osakkeiden toimittamista sijoittajille ylivoimaisen esteen kaltaisella perusteella.

Suomen osakeyhtiölain mukaan antia ei kuitenkaan voida peruuttaa sen jälkeen, kun uudet osakkeet on laskettu liikkeeseen. Suomalaisten yhtiöiden rahoitusjärjestelyjen helpottamiseksi tulisi sallia järjestelyn purkaminen osakkeiden selvitysprosessin aikana taikka sallia osakeanti täysimääräisesti yhtiölle itselleen. Ongelmana osakeannin toteuttamisessa yhtiölle itselleen ovat epäneutraalit veroseuraamukset, kun itselle merkittyjen osakkeiden edelleen luovutus on varainsiirtoveron kohteena, kun taas suunnattu anti ulkopuoliselle ei ole varainsiirtoveron alaista. Tuloveron osalta ongelmia kuvaa ratkaisu KHO 29.5.2007 T1762.

Omien osakkeiden rahoituskielto

Omien osakkeiden rahoittamisen kieltä on ongelmallinen joissakin tilanteissa (OYL 13:10). Listayhtiöiden palkitsemisjärjestelmissä on tavanomaista sitoa palkkiot yhtiön osakkeen arvon kehitykseen. Yhtiö voi suojautua tähän liittyviltä riskeiltä erilaisin rahoitusjärjestelyin, mitä kuitenkin omien osakkeiden rahoittamisen kiellon voidaan tulkita rajoittavan. Vaikka säännös perustuu pääomadirektiiviin, muissa EU-maissa implementointi on hoidettu niin, ettei tilanteeseen liity tulkintaongelmia. Vastaavaan lopputulemaan pitäisi päästä myös Suomessa esimerkiksi lain perustelujen kautta.

Arvopaperimarkkinalain ja verosäätelyn suhde

Arvopaperimarkkinalain uudistuksessa ei ole riittävää pitäytymistä puhtaasti arvopaperioikeudellisten säännösten tarkastelussa, jos tarkoituksena on aidosti edistää suomalaisten arvopaperimarkkinoiden toimintaa. Samassa yhteydessä, hyvässä yhteistyössä verovalmistelijoiden kanssa on varmistettava, että verolainsäädäntöön tehdään tarvittavat tarkistukset.

Valtiovarainministeriön tulee nimetä työryhmä, joka arvopaperimarkkinalakiuudistuksen rinnalla valmistelee arvopaperimarkkinoiden verosäätelyn modernisointia ja tarkoituksenmukaistamista. Ei ole hyväksyttävää, että arvopaperimarkkinoiden sääntelyssä tyydytään antamaan säännökset, jotka muodollisesti mahdollistavat tehokkaiden, nykyaikaisten rahoitusmarkkinoiden käyttämät keinot, mutta jätetään vastaavat verosäännökset antamatta, jolloin uudistukset jäävät hyödyttömiksi.

Monenkeskinen kaupankäynti

Monenkeskisissä kaupankäyntijärjestelmissä toteutettujen arvopaperikauppojen on oltava varainsiirtoverosta vapaita riippumatta siitä, onko arvopaperi otettu kaupankäyn-

nin kohteeksi arvopaperin liikkeeseenlaskijan suostumuksella tai onko arvopaperi liitetty arvo-osuusjärjestelmään.

Johdannaisinstrumentit

Johdannaisinstrumenttien osalta lakiuudistuksen yhteydessä tulisi selvittää ja toteuttaa myös tarvittavat verolainsäädännön muutokset.

Ostotarjoukset

Ostotarjouksiin liittyvät veroseuraamukset eroavat tarjottavan vastikkeen luonteesta riippuen, eivätkä veroseuraamukset ole neutraaleja eri transaktiomalleissa. Varsinkin sekavastikkeen tarjoaminen on ongelmallista, sillä kohdeyhtiön kaikkien osakkeenomistajien verokohtelu määräytyy siten kuin osakkeenomistajat olisivat vastaanottaneet rahavastiketta, vaikka osa osakkeenomistajista valitsisi osakevastikkeen. Verotuksen tulisi määräytyä osake- tai osakaskohtaisesti saadun vastikkeen perusteella.

Varainsiirtovero listautumisanneissa

Listautuminen voidaan toteuttaa kokonaan tai osittain osakemyyntinä. Pääomasijoittajille on tärkeää voida myydä osakkeita listautumisannissa. Varainsiirtoverolainsäädäntöä on kuitenkin syksyllä 2007 muutettu niin, että pelkän osakemyynnin toteuttaminen listautumisen yhteydessä ilman uusantia on varainsiirtoveron alaista. Kun listautumisia ei muutenkaan saada, on huolestuttavaa, että lainsäädännöksillä vielä kavennetaan listautumisantien mahdollisuuksia. Vuoden 2007 lain kiristys on pikaisesti purettava.

Annin lisääminen ylikysyntätilanteessa

Osakeantiin on tavanomaista sisällyttää mahdollisuus lisätä annin tai osakemyynnin määrää ylikysyntätilanteissa (ns. Greenshoe-optio). Lisäerä lasketaan yleensä liikkeelle myöhemmässä vaiheessa, ja järjestäjä varmistaa osakelainauksella, että sillä on annissa käytettävissään riittävä määrä osakkeita vastaamaan kysyntään.

Verolainsäädännön vuoksi osakelainaus ei kuitenkaan kaikissa tilanteissa ole ollut mahdollista, vaan markkinoilla on jouduttu kehittämään muita ratkaisuja, kuten järjestäjälle suunnattu anti. Varainsiirtoverolain uudistus syksyllä 2007 on entisestään lisännyt epäselvyyttä osakelainauksen veroseuraamuksista. Osakelainaus ja muut lisäeräjärjestelyt helpottavat järjestäjän stabilisaatiotoimenpiteitä. Lainsäädäntö kuitenkin vaikeuttaa näitä toimenpiteitä, mikä ei edistä Suomen arvopaperimarkkinoiden toimintaa.

Rahoitusvakuudet

Rahoitusvakuuslailla implementoitiin rahoitusvakuusjärjestelyistä annettu direktiivi. Lain tarkoituksena on, että vakuudensaajan tilille voitaisiin siirtää arvopapereita tai tili-rahaa vakuusajaksi ja omaisuus palautettaisiin vakuusajan jälkeen vakuuden antajalle.

Tehokkaiden markkinoiden kannalta olisi tärkeää, että arvopaperimarkkinalain mukaisia arvopapereita voidaan käyttää tehokkaasti vakuutena. Verotuksessa omaisuuden siirtoa kohdellaan kuitenkin luovutuksena, mikä johtaa käytännössä siihen, ettei vakuuskäyttö ei ole mahdollista. Jo rahoitusvakuuslain hallituksen esityksessä on nimenomaisesti tuotu esille verotuksen merkitys (varainsiirtoverotus, myyntivoitto, osingot, korot) lain tarkoittamien vakuuskeinojen käytössä. Rahoitusvakuuslain perusteella ei verolainsäädäntöön ole tehty muutoksia, mikä on käytännössä johtanut siihen, ettei lain tarkoitus ole toteutunut. Arvopaperimarkkinalain uudistuksen yhteydessä tämä puute on korjattava.

Rahoitusvakuuslain hallituksen esityksessä todetaan, että verotus ohjaa markkinakäytäntöjä olennaisella tavalla. Edelleen hallituksen esityksessä todetaan, että tästäkään syystä ei voida luotettavasti arvioida, missä määrin uudet vakuusmuodot yleistyvät. Hallituksen esityksen mukaan lain valmistelun yhteydessä arvostelua herätti se, että ehdotettujen vakuusmuotojen verotuskohtelu on epäselvää ja ettei verolainsäädäntöä ehdoteta tarkistettavaksi samanaikaisesti. Lausunnoissa todettiin, että verotukseen liittyvät kysymykset vaikuttavat merkittävästi siihen, voidaanko uusia vakuusmuotoja ottaa käyttöön. Hallituksen esitykseen kirjatut maininnat ovat edelleen ajankohtaisia, vaikka hallituksen esitys on annettu jo vuonna 2003.

Lainvalmistelu

Keskuskauppakamari pitää uudistusta tärkeänä ja painottaa sitä, että liikkeeseenlaskijoilla on oltava lainvalmistelussa riittävä edustus.

Vastaukset arviomuistion kysymyksiin

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

Keskuskauppakamari katsoo, että uudistuksen tavoitteena on oltava toimivat ja tehokkaat arvopaperimarkkinat. Sääntelyn on tuettava suomalaisten yritysten pyrkimystä lisätautua ja Suomen säilymistä markkinapaikkana. Jos Suomi ei ole houkutteleva sijaintipaikka listayhtiöille, markkina näivettyy.

b) Minkälaisia seikkoja uudistuksessa olisi mielestänne erityisesti painotettava?

Uuden lain on oltava selkeä ja johdonmukainen. Liikkeeseenlaskijoita koskevasta sääntelystä on syytä muodostaa oma kokonaisuus ja käsitellä selvitystoimintaa erillisessä laissa.

Uuden lain myötä on päästävä eroon säännöksistä, jotka eivät ole kansainvälisen käytännön mukaisia tai joissa on poikettu direktiivien sallimista menettelyistä. Poikkeamista yleisestä käytännöstä voi perustella vain, jos siten saadaan muiden maiden säännöksiä kilpailukykyisempi ja modernimpi laki.

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

Muistiossa todetaan, että lain tarkoituksen, tavoitteiden tai keinojen kirjaaminen lakitekstiin on yleistynyt. Suuressa osassa viime aikojen lakihankkeita ei kuitenkaan ole menetelty näin, vaan lain tavoitteita kirjataan yleensä lain perusteluihin.

On selvää, että arvopaperimarkkinailla on tavoitteita. Keskuskauppakamari pitää riittävänä sitä, että tavoitteita kirjataan lain perusteluihin. Pykälätasolla lain tavoitteiden kirjaaminen voi johtaa tulkintaongelmiin. Jos laissa säädetään tavoitteiden lisäksi yleisistä periaatteista, voi herätä kysymys siitä, mikä näiden säännösten keskinäinen suhde on.

Arvopaperimarkkinoiden sääntelyyn liittyy monia käytännön tulkintatilanteita, joissa jatkossa olisi toivottavaa voida tukeutua mahdollisimman pitkälti selkeään pykälätekstiin. Ennakoitavuus voi kärsiä, jos tulkintaan vaikuttavat myös pykäliin kirjatut lain tavoitteet, jotka voivat vielä olla jossakin määrin ristiriitaisia keskenään. Arvopaperimarkkinoiden sääntelyn tavoitteet, esimerkiksi sijoittajansuoja ja toisaalta arvopaperimarkkinoiden kehittäminen, eivät aina johtaisi yksiselitteisesti samaan tulkintaan. Sen vuoksi on suotavaa, että lain perusteluissa painotetaan sitä, että lain tarkoituksena on varmistaa toimivat ja tehokkaat arvopaperimarkkinat Suomessa ja kehittää niitä.

Sijoittajansuoja toteutuu liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuuden, tasapuolisen kohtelun ja muiden velvoitteiden kautta. Jotta sijoittajansuoja ei jää liian epämääräiseksi, avoimeksi ja tulkinnanvaraiseksi, lain perusteluihin on syytä kirjata selkeästi se, että sijoittajansuoja toteutuu liikkeeseenlaskijoille laissa nimenomaisesti asetettujen velvoitteiden kautta.

Lain tavoitteiden saavuttamisen keinoissa on syytä painottaa itsesääntelyn asemaa.

b) Pidätekö edellä esitettyä esimerkkiä hyvänä lähtökohtana tavoitesäännöksen jatkovalmistelussa?

Keskuskauppakamari ei kannata tavoitesäännöksen kirjaamista uuden arvopaperimarkkinalain pykäliin. Tavoitteita on sen sijaan käsiteltävä lain perusteluissa.

Perimmäisen tavoitteen on oltava toimivat ja tehokkaat arvopaperimarkkinat Suomessa, samoin kuin markkinoiden kehittäminen kansainvälisesti kilpailukykyisiksi. Tähän liittyy myös systeimiriskien torjuminen, jota ei mainita muistion tavoitteissa.

Sijoittajansuoja on terminä avoin ja tulkinnanvarainen, mistä voi aiheutua riskejä lain perimmäisen tavoitteen saavuttamisen kannalta. Käsiteltäessä sijoittajansuojaa lain perusteluissa on syytä puhua sijoittajien riittävästä ja tasapuolisesta tiedonsaannista, mikä hahmottaisi epämääräistä sijoittajansuoja-termiä konkreettisemmin sen, mistä asiassa on kysymys, ja estäisi tulkinnanvaraisuudesta johtuvaa lain ennakoitavuuden heikkenemistä.

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

Jos arvopaperimarkkinalain rakennetta muutetaan Keskuskauppakamarin esittämällä tavalla siten, että laki sisältäisi jatkossa nimenomaan liikkeeseenlaskijoiden toimintaan liittyvät säännökset eikä laajemmin selvitystoimintaa ja vastaavia teknisiä asioita koskevaa sääntelyä, lakiin voidaan kirjata yleisiä periaatteita. Tämän näkemyksen edellytyksenä on myös se, ettei lain pykälätekstiin kirjata lain tavoitteita. Lisäksi on olennaista, ettei periaatteita kirjoiteta niin laajoiksi, että niitä käytetään laajentavan tulkinnan välineenä sovellettaessa arvopaperimarkkinalain yksityiskohtaisia säännöksiä. Lain toimivuus ja kilpailukykyisyys edellyttävät, ettei yleisperiaatteiden kirjaamisesta lakiin aiheudu riskiä listayhtiöiden toiminnalle ennakoitavuuden heikentyessä.

Yleisten periaatteiden osalta toteamme, että hyvä arvopaperimarkkinatapa muotoutuu markkinoilla.

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

Arviomuistion esimerkkejä voidaan osittain pitää lähtökohtana yleisten periaatteiden jatkovalmistelussa.

Arvopaperimarkkinoiden toiminta pohjautuu tiedonantovelvollisuuteen. Sen sijaan avoimuuden ottaminen yleiseksi periaatteeksi herättää kysymyksiä sikäli, että sisäpiirisääntely rajoittaa merkittävästi sen aluetta. Avoimuutta on syytä täsmentää, jos sen pohjalta rakennetaan yleisperiaate.

Tiedonantovelvollisuuden osalta jatkovalmistelussa on varmistettava, ettei arviomuistiossa mainittu ymmärrettävyys aseta liikkeeseenlaskijoille lisävelvoitteita. Tiedonantovelvoitteet on hoidettava oikein, riittävästi ja selkeästi, mutta termin ymmärrettävyys käyttäminen voi johtaa subjektiivisiin tulkintoihin.

Luottamus kuuluu toimiviin arvopaperimarkkinoihin. Arviomuistiossa yleisenä periaatteena mainittu luottamus on päällekkäinen muistiossa tavoitepykäläehdotukseen otetun luottamuksen kanssa. Tämä on osoitus siitä, ettei sekä tavoitteiden että yleisten periaatteiden kirjaaminen lakipykäliin ole toimiva ratkaisu.

Alalla on ajoittain pohdittu, mitä eroa on osakeyhtiölain mukaisella yhdenvertaisuudella ja arvopaperimarkkinalain mukaisella tasapuolisuudella. Käsitteiden eroavuudesta voidaan esittää erilaisia näkemyksiä, ja jatkovalmistelussa voitaisiin pohtia, mitä mahdollisia eroja käsitteillä on. Joidenkin näkemysten mukaan arvopaperimarkkinalain tasapuolisuus asettaa tiukemmat vaatimukset eri tahojen yhtäläiselle kohtelulle kuin osakeyhtiölain yhdenvertaisuusperiaate. Epäselvää on, onko tulkinta oikea ja erityisesti, onko tiukempaan sääntelyyn aiheutta ottaen huomioon esimerkiksi direktiivien vaatimukset.

Hyvällä arvopaperimarkkinatavalla on keskeinen sija toimivilla markkinoilla, mutta toteamme kuitenkin, että hyvän arvopaperimarkkinatavan sisältö muotoutuu markkinoilla. Itsesääntelyllä on oltava keskeinen sija hyvän arvopaperimarkkinatavan kirjaamisessa. Markkinavalvojan tehtäviin ei kuulu määritellä hyvää arvopaperimarkkinatapaa. Tässä vaiheessa on jo syytä todeta myös se, että rangaistussäännöksiä ei pidä rakentaa joustavan ja markkinoiden kehityksen mukaan muuttuvalle hyvän arvopaperimarkkinatavan periaatteelle.

Myös sijoittajansuoja on muistiossa kirjattu sekä tavoitteisiin että yleisiin periaatteisiin, mikä ei ole toimiva ratkaisu. Sijoittajansuojan osalta on syytä käyttää täsmennyksenä sijoittajien riittävää ja tasapuolista tiedonsaantia, sillä sijoittajansuoja sellaisenaan on hyvin avoin käsite.

Arviomuistiossa esitetään pakottavuuden olevan yksi yleisperiaatteista. On kyseenalaista, soveltuuko pakottavuus lain yleisperiaatteeksi. Sinänsä on tärkeää, että säännöksistä ilmenee selvästi, mikä on tahdonvaltaista ja mikä pakottavaa sääntelyä. Pakottava sääntely voidaan terminä ymmärtää niin, ettei säännöksestä voida sopia toisin. Kuitenkin arvopaperimarkkinalaissa on säännöksiä, jotka eivät estä markkinaosapuolia keskinäisessä suhteessa tekemään säännöksistä poikkeavia sopimuksia tai sitoumuksia. Ei ole aiheutta ainakaan täydellisesti kieltää arvopaperimarkkinoilla toimivia asettamasta itselleen lakia tiukempia velvoitteita tai rajoitteita. Tämän vuoksi pakottavuuden ottamista yleisiin periaatteisiin ja sen sisällön muotoilu on syytä pohtia.

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

Keskuskauppakamari pitää nykyisen lain kohdennettuja yleissäännöksiä 2:1, 4:1, 5:2 ja 6:2 riittävinä ja toimivina nykyisen lain systematiikassa. Jos uuteen lakiin otetaan yleisperiaatesäännökset, on huolellisesti arvioitava, tarvitaanko sen jälkeen enää kohdennettuja yleissäännöksiä. Pällekkäistä ja keskenään tulkinnanvaraista sääntelyä on vältettävä. Myös itsesääntelyn roolia on syytä pohtia.

Kysymys 4 a) Onko AML:ssa tai sen nojalla annetuissa asetuksissa viranomais-sääntelyä, joka mielestänne sopisi paremmin alemmalle hierarkiatasolle, joko ase-tuksiin tai Rahoitustarkastuksen määräyksiin?

Arvopaperimarkkinalain uudistuksen keskeiseksi tavoitteeksi on otettava sään-nöshierarkian selventäminen. Keskeiset normit on säädettävä laissa, jota täydennetään asetuksilla. Asetuksissa voidaan säätää erityisesti sellaisista yksityiskohdista, joita saa-tetaan joutua muuttamaan usein.

Asetusten kanssa ei pidä antaa päällekkäisiä Rahoitustarkastuksen standardeja. Päl-lekkäisyyden lisäksi ongelmallista on, jos standardissa käytetään eri sanamuotoja kuin asetuksissa. Sääntelyhierarkiaa on syytä pohtia myös perustuslain kannalta, joka rajoit-taa merkittävästi mahdollisuuksia hallinnollisten normien antamiseen.

b) Miten AML:n tai sen nojalla annettujen asetuksien säännökset toimivat mieles-tänne suhteessa sääntelyä tarkentaviin Rahoitustarkastuksen määräyksiin, suosi-tuksiin, soveltamisohjeisiin tai arvopaperipörssin sääntöihin?

Rahoitustarkastus antaa laajasti standardeja. Ne sisältävät osittain sitovia määräyksiä, osittain suosituksia. Kun normien nimenä on standardi, ne voidaan ymmärtää varsin si-tovina, mikä on aiheuttanut epätietoisuutta. Rahoitustarkastuksen asema valvovana vi-ranomaisena on omiaan luomaan sen mielikuvan, että standardien nekin osat ovat vel-voittavia, jotka ovat vain suosituksen luontoisia. Asiaa hankaloittaa vielä se, että nor-mien antamisen ja valvonnan lisäksi Rahoitustarkastus voi määrätä seuraamuksia nor-mien rikkomisesta.

Myös siitä on keskusteltu, onko standardeissa otettu kantaa myös sellaisiin asioihin, joihin Rahoitustarkastuksen norminantovaltuus ei ulotu, samoin siitä, menevätkö jotkut tulkinnat yli sen, mitä laissa säädetään. Jatkovalmistelussa on tärkeää selkeyttää tilan-netta oikeusvarmuuden, ennakoitavuuden ja sääntelyn uskottavuuden vuoksi. Lisäksi on syytä selkeyttää viranomais-sääntelyn ja itsesääntelyn suhdetta. Uuden arvopaperi-markkinalain säätämisen tavoitteena on oltava säännösten selkeys, jolloin tulkinnanva-raisuutta on vähemmän eikä viranomaisohjeistusta ole aiheellista antaa nykyisiä mää-

riä, ja Rahoitustarkastus voisi keskittyä varsinaiseen tehtäväänsä eli markkinavalvontaan.

Jatkossa Rahoitustarkastuksen tulisi toimia markkinoita valvovana viranomaisena. Yrityksille on kuitenkin tarpeen saada viranomaisen neuvoja. Listayhtiöillä on nykyään hyvä keskusteluyhteys Rahoitustarkastuksen kanssa, ja yhtiöt ovat tyytyväisiä Rahoitustarkastukselta saataviin neuvoihin tulkintakysymyksissä.

Elinkeinoelämä on erittäin aktiivisesti kehittänyt arvopaperimarkkinoiden itsesääntelyä. Tästä ovat osoituksena korkeaa kansainvälistä tasoa oleva Suositus listayhtiöiden hallinnointi- ja ohjausjärjestelmistä (Corporate Governance, joulukuu 2003), jonka korvaa 20.10.2008 julkistettava Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi. Myös sisäpiiriasioiden ohjeistusta on viime aikoina saatu itsesääntelyn kautta. Elinkeinoelämän keskusliitto, Helsingin pörssi ja Keskuskauppakamari ovat joulukuussa 2006 perustaneet Arvopaperimarkkinayhdistyksen tehostamaan itsesääntelyä arvopaperiasioissa.

Keskeistä on myös Keskuskauppakamarin yrityskauppautakunnan perustaminen vuonna 2006 arvopaperimarkkinalain muutoksen perusteella yhteissääntelynä, ja lautakunta on antanut Helsinki Takeover Coden.

Uusien toimielinten perustamisen ja aktiivisen toiminnan myötä elinkeinoelämän itsesääntelytyön mahdollisuudet ovat kasvaneet, ja työ on jo tuottanut tulosta. Tämä on otettava huomioon uuden arvopaperimarkkinalain valmistelussa.

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

Keskuskauppakamari pitää itsesääntelyn roolia arvopaperimarkkinoilla merkittävänä, ja sitä on syytä vielä kehittää jatkossa. Uuden arvopaperimarkkinalain yleisperusteluissa on syytä tukea itsesääntelyn kehittämistä ja merkitystä. Kuitenkaan etukäteen ei voida määritellä laissa, missä kaikissa asioissa normistoa on annettava itsesääntelyllä. Sen sijaan lain on mahdollistettava itsesääntely.

Perustelutasolla on myös tunnustettava itsesääntelyn merkitys. Vastuullisella, avoimella itsesääntelyprosesilla syntyneillä normeilla on oltava merkitystä myös käytännössä esimerkiksi seuraamusjärjestelmän kannalta.

Rahoitustarkastuksen standardit nykyisessä laajuudessaan kaventavat itsesääntelyn mahdollisuuksia. Uudistustyössä on syytä kiinnittää tähän huomiota ja selvitettävä, miltä osin itsesääntely tarvitsee nykyistä enemmän tilaa. Erityisesti lainsäädännön ylitävä sääntely on jätettävä itsesääntelyn varaan. Hyvä arvopaperimarkkinatapa määräytyy markkinoilla, ja sen sisältöä voidaan kirjata itsesääntelynormeihin.

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

Keskuskauppakamari ei pidä tarpeellisena perustaa yrityskauppalautekunnan lisäksi muita lakisääteisiä itsesääntelyelimiä. Finanssialan keskusliiton yhteydessä toimivan arvopaperilautakunnan toiminta on vakiintunut keskeiseksi toimialansa ratkaisuelimeksi, joka toimii yhteistyössä viranomaisien kanssa, eikä sen lakisääteistäminen ole tarpeen.

Lakiuudistuksessa on linjattava, että Rahoitustarkastuksen tehtäviin ei kuulu hyvän arvopaperimarkkinatavan linjaaminen.

e) Miten mielestänne tulisi painottaa varsinaista itsesääntelyä verrattuna yhteissääntelyyn?

Lähtökohtana on oltava elinkeinoelämän itsesääntely. Keskuskauppakamarin yrityskauppalautekuntaan yhteissääntely kuitenkin sopii. Muiden elinten lakisääteistämistä Keskuskauppakamari ei näe tarpeellisena. Uuden lain valmistelussa on mahdollista kehittää yrityskauppalautekunnan toimintaa.

Kysymys 5 Miten Rahoitustarkastuksen roolia tulisi mielestänne kehittää arvopaperimarkkinoiden valvonnassa edellä esitetystä lähtökohdist?

Rahoitustarkastuksen roolin on painotuttava valvontaan. Tehokas valvonta on olennainen osa toimivia arvopaperimarkkinoita. Viranomaisrooliin ja hyvään hallintoon kuuluu myös yritysten neuvonta. Rahoitustarkastuksen antama sääntely on lisääntynyt melkoisesti viime vuosina, eikä sääntelyn merkitys ja sitovuus ole kaikilta osin selkeää. Ohjeistuksen kutsuminen standardeiksi saa aikaan varsin sitovan mielikuvan, sillä monella alalla standardeista ei voi poiketa. Kuitenkin Rahoitustarkastuksen standardeihin sisältyy ei-sitovia osia sitovien määräysten lisäksi, mikä on omiaan hämärtämään ei-sitovien ohjeiden merkitystä.

Arvopaperimarkkinalain uudistuksen yhteydessä on selvitettävä keinoja selkeyttää säännöshierarkiaa myös Rahoitustarkastuksen ohjeistuksen osalta. Samalla on selvitettävä, minkä asioiden tulee kuulua Rahoitustarkastuksen norminantovaltuuksiin ja mikä ei kuulu markkinavalvojan rooliin. Nykyisin Rahoitustarkastuksella on lukuisia rooleja, kun se toimii norminantajana, markkinavalvojana, tutkivana viranomaisena, seuraamusten määrääjänä sekä edustajat esiintyvät oikeudenkäynneissä asiantuntijatodistajana. Tilanne on otettava avoimeen tarkasteluun.

Yhtiöoikeudelliset kysymykset eivät kuulu Rahoitustarkastuksen toimivaltaan. Keskuskauppakamarin yrityskauppalautekunta käsittelee yhtiöoikeudellisia asioita, ja näiden roolien selkiyttäminen olisi paikallaan.

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

Olemme edellä kohdassa Lain rakenne ja tämän kysymyksen kohdassa b) käsitelleet näkemyksiämme sen suhteen, mitä asiakokonaisuuksia pitäisi säännellä arvopaperimarkkinalaissa ja minkä asioiden säännösten tulisi olla erillisessä laissa.

Lain sisällön yksityiskohtaisemman asiakokonaisuuksien muodostamisen osalta toteamme, että julkiset ostotarjoukset jakautuvat pakollisiin ja vapaaehtoiisiin ostotarjouksiin. Kyseisissä tilanteissa on merkittäviä eroja, jotka voitaisiin tulevassa laissa tuoda esiin nykyistä selkeämmin.

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

Nykyisellään arvopaperimarkkinalainsäädäntö ei muodosta johdonmukaista kokonaisuutta. Tavoitteeksi tulisi ottaa, että arvopaperimarkkinalaissa säänneltäisiin liikkeeseenlaskijan toimintaa ja suhdetta sijoittajiin.

Selvitystoiminta ja kaupankäyntimenettely eivät luontevasti kuulu samaan aihekokonaisuuteen, kuten ei myöskään sijoituspalvelun tarjoajan ja sen asiakkaan välinen suhde. Nykyisen lain 2, 5 ja 6 aihealueet koskevat liikkeeseenlaskijoita, joten niiden piirissä olevien asioiden pitäisi sisältyä tulevaan arvopaperimarkkinalakiin. Siihen olisi johdonmukaista sisällyttää myös optioasiat.

Luvut 3, 3a ja 4a puolestaan sääntelevät lähes yksinomaan kaupankäyntimenettelyä ja selvitystoimintaa, ja 4 luvussa on säännöksiä sijoituspalvelujen tarjoajan ja asiakkaan välisestä suhteesta. Näillä asioilla ei ole sellaista yhteyttä liikkeeseenlaskijaa koskevaan sääntelyyn, että niitä jatkossa kannattaisi pitää samassa laissa.

Lainvalmistelun lähtökohdaksi on syytä ottaa erilliset lait toisiinsa liittymättömistä asiakokonaisuuksista. Tätä puoltaa lain selkeyden lisäksi se, että samat yleiset periaatteet eivät soveltune luontevasti liikkeeseenlaskijan toimintaan ja toisaalta selvitystoiminnan järjestämiseen.

Sijoituspalveluiden menettelytapojen osalta voitaisiin selvittää sitä, olisiko niistä mahdollista säätää luontevasti arvopaperimarkkinalain menettelytapoja koskevissa säännöksissä sekä säätää sijoituspalveluyrityksistä annetussa laissa ja sijoitusrahastolaissa jatkossa ainoastaan kyseisen toiminnan järjestämisestä.

c) Mitä mieltä olette edellä mainituista lain eri rakennevaihtoehdoista?

Arvopaperimarkkinalaissa tulisi säännellä liikkeeseenlaskijan toimintaa ja suhdetta sijoittajiin. Selvitystoiminta ja kaupankäyntimenettely eivät luontevasti kuulu samaan aihekokonaisuuteen, vaan niistä tulisi antaa erillinen laki. Asiaa on käsitelty tarkemmin edellä.

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

Arvopaperimarkkinalain soveltamisalasäännökset ovat varsin vaikeaselkoisia, ja niitä tulisi selkiyttää tulevassa laissa. Osaltaan sääntelyä selkiyttäisi Keskuskauppakamarin kannattama lakirakenne, jossa arvopaperimarkkinalaissa säänneltäisiin liikkeeseenlaskijan toimintaa ja suhdetta sijoittajiin. Selvitystoiminnasta ja kaupankäyntimenettelystä tulisi antaa erillinen laki.

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

Keskeiset käsitteet on syytä määritellä laissa. Keskuskauppakamari kannattaa sitä, että lain määritelmät käydään läpi ja yhtenäistetään tarpeen mukaan varmistaen se, etteivät määritelmät poikkea direktiiveistä, jollei poikkeama tehosta markkinoita.

On kuitenkin huomattava, että eri ilmaisuilla voi olla tarkoituksellisesti eri merkitys. Esimerkiksi muistiossa mainitut ilmaisut välittömästi, viipymättä ja ilman aiheutonta viivytystä tarkoittavat eri asioita. Termien yhtenäistäminen ei saa johtaa siihen, että määräaikoja tiukennetaan esimerkiksi niin, että siirrytään käyttämättä termiä välittömästi tai viipymättä, jos toimenpiteen toteuttamisen aikamääre nykyään on ilman aiheutonta viivytystä.

c) Tulisiko mielestänne edellä esitettyjä määritelmiä koskevia esimerkkejä jatkovalmistella?

Määritelmät on syytä käydä jatkovalmistelussa läpi ja pyrkiä mahdollisimman selkeään sääntelyyn.

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

Periaatteessa arvopaperimarkkinalain oikeussuojasäännökset ovat selkeitä ja toimivia. Käytännön ongelmana on se, että ongelmatilainten tutkinta kestää liian kauan. Eri-tyyppisen ongelmallista on se, että keskeneräiset asiat vuotavat julkisuuteen. Monessa tapauksessa tutkinta on tapahtunut runsaan julkisuuden saattelemana, mutta aihetta toimenpiteisiin ei kuitenkaan ole löydetty. Useissa tapauksissa julkisesti käsitelty kesken-

eräinen tapaus on johtanut henkilön eroamiseen tehtävästään, mikä on peruuttamaton ratkaisu, vaikka tutkinta sittemmin on osoittautunut aiheettomaksi.

Jatkovalmistelussa on syytä selvittää mahdollisuuksia puuttua näihin yksilön oikeusturvan kannalta hyvin ongelmallisiin tilanteisiin. Jatkovalmistelussa tulee myös pohtia mahdollisuuksia käyttää itsesääntelyelimiä osana oikeussuojaprosessia.

Uuteen arvopaperimarkkinalakiin tulisi selvyiden vuoksi ottaa säännös, ettei ryhmäkannelakia sovelleta arvopaperimarkkinalaissa tarkoitetun arvopaperin liikkeeseenlaskijan tai julkisen ostotarjouksen tekijän menettelyä koskevassa riita-asiassa. Vastaava säännös sisältyy ryhmäkannelain 1 §:ään, mutta kansainvälisten arvopaperimarkkinoiden kannalta olisi informatiivisempaa, että asia todettaisiin myös arvopaperimarkkinalaissa.

b) Tulisiko mielestänne edellä esitettyjä ehdotuksia jatkovalmistella?

Muistiossa esitettyjä ehdotuksia tulee jatkovalmistella. Samalla tulee selvittää tarvetta keskittää arvopaperimarkkinalakiin perustuvia oikeudenkäyntejä Helsingin kärjäoikeuteen.

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

Laista on purettava direktiivit ylittävä sääntely. Direktiivistä on syytä poiketa vain siinä tapauksessa, että siten saadaan Suomeen kilpailukykyisempi ja toimivampi laki.

Liputus

Keskuskauppakamari vastustaa liputusrajan laskemista nykyisestä viidestä prosentista. Lisäliputukset aiheuttavat tarpeetonta työtä lisäämättä arvopaperimarkkinoiden toimivuutta. Nykyiset rajat ovat tiedonsaannin osalta riittäviä. Kansainvälisessä vertailussa listayhtiöt ovat varsin pieniä joitakin poikkeuksia lukuun ottamatta. Listayhtiöittemme osakkeiden kiinnostavuutta ei lisää se, että kansainväliseen sijoitustoimintaan suhteutettuna hyvin vaatimattomia osake-eriä pitäisi liputtaa.

Liputussäännökset ovat tyyppiesimerkki säännöksistä, joilla voidaan lisätä yritysten hallinnollista taakkaa ja vähentää niiden kilpailukyky hyödyttämättä mitään muuta osapuolta, jos säännöksiä kohtuullisuutta, tarpeellisuutta, hyödyllisyyttä ja vaikutuksia ei ole riittävästi pohdittu.

Kansainvälistä kilpailukykyämme ei lisää se, että pienillä yhtiöillä on entistä enemmän ilmoitusvelvoitteita. Liputusrajan alentaminen vaikeuttaa myös julkisen ostotarjouksen

valmistelua, mikä ei edistä toimivia markkinoita. Myös se on otettava huomioon, että suomalaisten yhtiöiden omistajarakenne on keskittyneempi kuin esimerkiksi Isossa-Britanniassa.

Uuden 90 %:n liputusrajan lisääminen lakiin voidaan kuitenkin ottaa jatkovalmistelussa harkittavaksi. Liputusvelvollisuus on kuitenkin selkeyden vuoksi syytä kytkeä osakeyhtiölain mukaisen lunastusrajan ylittymiseen.

Nykyinenkin liputussääntely sisältää ongelmia, jotka on korjattava lakiuudistuksessa. Kaupankäyntivaraston liputusvelvollisuudesta on luovuttava. Tämä nykytulkinnan mukainen tarpeettomia liputuksia aiheuttava liputusvaatimus poikkeaa muiden maiden sääntelystä ja aiheuttaa ihmetystä kansainvälisten toimijoiden parissa. Ylipäättään uudistuksessa on syytä poistaa kaikki sellaiset liputusvelvollisuudet, jotka eivät tosiasiallisesti johda äänivaltamuutoksiin kohdeyhtiössä ja poikkeavat muiden EU-maiden sääntelystä.

Kohdeyhtiön osalta yhtiön saaman liputusilmoituksen julkistamisen määräajaksi Keskuskauppakamari kannattaa ilman aiheetonta viivytystä, kuitenkin viimeistään neljäntenä kaupankäyntipäivänä. Osa sijoittajien liputuksista tulee yhtiöön telekopiona, ja on jossakin määrin sattumanvaraista, mihin telekopiolaitteeseen sijoittaja lähettää liputusilmoituksen. Kun ilmoitus menee sellaiseen yksikköön, jossa ei hoideta arvopaperimarkkinoihin liittyviä asioita, voi kestää pari päivää, ennen kuin ilmoitus löytää oikeaan paikkaan. Neljän päivän ajalla tarkoitamme ehdotonta takarajaa, jonka puitteissa liputus on tehtävä ilman aiheetonta viivytystä. Määräajan tarkoituksena ei ole mahdollistaa liputusilmoituksen julkistamisen viivyttämistä siinä tarkoituksessa, että suuria määriä osakkeita hankitaan vaivihkaa usean päivän ajan kertomatta asiasta markkinoille.

Arviomuistion ehdotus, että määräaika olisi viimeistään seuraavan kaupankäyntipäivän alkaessa, on kohtuuton. Liputusilmoituksia tulee kansainvälisiltä sijoittajilta usein yöllä Suomen aikaa. Ei ole mitään perustetta asettaa suomalaiselle yhtiölle niin kohtuutonta velvoitetta, että yhtiölle eri tavoin ja eri yksiköihin saapuneet liputusilmoitukset olisi selvitetty samana aamuna kaupankäyntiin mennessä.

Nykytulkinnan mukaan julkisen ostotarjouksen hyväksynnit ja niiden mahdolliset perumiset on liputettava ostotarjouksen julkistamisen yhteydessä ja ostotarjousaikana. Ostotarjousaikana annettujen hyväksyntöjen liputtaminen ei anna oikeaa kuvaa tilanteesta, vaan liputukset voivat pikemminkin johtaa sijoittajia harhaan tarjouksen etene-
misen suhteen, sillä usein suuri osa hyväksynnöistä saadaan vasta tarjousajan lopulla. Pieni liputusmäärä tarjousajan kuluessa voi antaa sijoittajille väärän käsityksen tarjouksen kannattavuudesta osakkeenomistajan kannalta. Lisäksi tiedon saaminen kulloinkin saaduista hyväksynnöistä on vaikeaa liputuksen määräajassa, kun hyväksyntöjä saa-

daan eri rahoituslaitosten kautta. On syytä siirtyä Ruotsissakin noudatettavaan käytäntöön, jossa liputtaminen tapahtuu kootusti tarjousajan päätyttyä.

Esitesäännökset

Jatkovalmistelussa on syytä selvittää esitevaatimusten keventämistä pienille, direktiivien rajat alittaville anneille.

Esitevastuun osalta on syytä selvittää transaktioon osallistuvien eri tahojen vastuuta, mukaan lukien tilintarkastajan vastuu esitteessä julkaistaviin tilinpäätöstietoihin, välitilinpäätöksiin ja muihin taloudellisiin tietoihin. Suomalaisissa transaktioissa noudetaan pääsääntöisesti kansainvälisesti omaksuttuja toimintamalleja (esim. comfort letter ja oikeudelliset lausunnot esitteestä), vaikka niiden asema ei ole selvä oikeusjärjestelmässämme.

Tiedonantovelvollisuus

Jatkovalmisteluun on syytä ottaa tulosvaroituksia koskeva tiedonantovelvollisuus. Tulosjulkistusta edeltäville päiville olisi tarpeen saada karenssi, jona aikana tulosvaroituksen antamista ei pääsääntöisesti edellytettäisi, kun tulos kuitenkin täydellisempänä julkistetaan lähipäivinä. On selvää, että säännöksen kohtuullisuutta kaikkien osapuolten kannalta on pohdittava tarkoin, jotta selvissä ja olennaisissa tapauksissa tulosvaroituksen antamista ei voisi viivyttää lähipäivien tulosjulkistukseen vedoten.

b) Tulisiko edellä esitettyjen esimerkkien mukaisia ehdotuksia jatkovalmistella?

Olemme a)-kohdassa käsitelleet säännösten jatkovalmistelutarvetta.

c) Miten esitesäännöksiä tulisi mielestänne kehittää?

Jatkovalmistelussa on aiheellista selvittää valtiovarainministeriön esiteasetusten korvaamista yhdellä asetuksella. Lisäksi on syytä selvittää esitevaatimusten keventämistä pienille, direktiivien rajat alittaville anneille.

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

Säännellyn markkinan käsitteen määrittely on syytä ottaa uuteen lakiin. Terminologia ei saisi poiketa direktiivistä.

Monenkeskisen kaupankäynnin edistävää sääntelyä tulisi kehittää. Samalla on valmisteltava tarvittavat verosäännökset.

Markkinoiden luotettavuus edellyttää, että monenkeskistä kaupankäyntiä säännellään ja valvotaan riittävästi. Tältä osin tulisi selvittää itsesääntelyn roolia.

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

Arvopaperinvälittäjä lienee terminä vanhentunut ottaen huomioon sijoituspalvelun määritelmä.

Uuden lain valmistelussa on vältettävä ylisääntelyä. Tämä sisältää muuan muassa sen, että menettelytapasäännökset suhteutetaan oikein ja selkeästi kulloinkin kyseessä olevaan sijoittajaluokkaan (ei-ammattimaiset sijoittajat, ammattimaiset sijoittajat, hyväksyttävät vastapuolet).

Lienee tarpeellista uudistaa komissiokauppaa koskevaa vuoden 1734 lakia. Kuluttajan-suojasäännökset eivät sen sijaan kuulu arvopaperimarkkinalakiin.

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

Moniportaisen hallintajärjestelmän käyttöönottoa on selvitettävä. Asia on tähdellinen kansainvälisten markkinoiden ja sijoittajien myötä.

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

Keskuskauppakamari pitää markkinoiden väärinkäyttöä koskevaa sääntelyä osin toimivana. Sanamuotojen selkeys on syytä varmistaa lakiuudistuksessa, samoin kuin on selvitettävä säännösten soveltaminen monenkeskisen kaupankäynnin osapuoliin.

Ongelmalliseksi ovat osoittautuneet nykyisen lain perustelujen löysät sanonnat, joihin korkein oikeus on vedonnut tuomiossaan KKO 2006:110. Erityisenkin ongelmallinen on maininta tosiasioista tai olosuhteista, ”joiden ilmenemiseen tai toteutumiseen on objektiivisesti arvioituna tosiasiallinen mahdollisuus”. Tämä maininta on ymmärrettävissä niin, että vähäisinkin mahdollisuus täyttää tunnusmerkistön, kun mahdollisuus kuitenkin on tosiasiallinen, vaikkakaan ei todennäköinen.

Oikeusturvan kannalta on kohtuutonta, että rikosoikeudenkäyntejä perustetaan näin epämääräisiin perusteisiin. Lain perustelujen sanamuoto on direktiivejä tiukempi ja vaikeuttaa listayhtiöiden toimintaa ja heikentää oikeusturvaa. Asia on monella tavalla merkittävä, ei vähiten sen vuoksi, että jos yhtiöllä on vireillä hankkeeksi luokiteltava

toimi, jonka toteutumiseen on todennäköinen mahdollisuus, yhtiö ei voi esimerkiksi antaa toimeksiantoa omien osakkeiden ostamiseen.

Jatkovalmistelussa on varmistettava, että säännöksistä ja niiden perusteluista saadaan kohtuulliset ja toimivat. Markkinapaikka Suomen olemassaoloa ei edistä se, että pidetään kiinni epämääräisistä ja kansainvälisestä käytännöstä poikkeavista sanamuodoista sillä perusteella, ettei esimerkiksi syyttäväviranomaisten käsityksen mukaan ole suotavaa vähentää kriminalisoinnin piiriä.

Keskuskauppakamari kannattaa ei-julkisiin rekistereihin siirtymistä. Nykyinen kansainvälisesti verrattuna poikkeuksellinen julkisuus ja yksityisten omistusten näyttäminen Internetissä ei ole tarpeen, sillä viranomaisilla on muutenkin riittävät tiedonsaanti-valtuudet epäselvyystilanteissa. Laaja Internet-julkisuus on ongelmallista yksityisyyden suojan ja turvallisuuden kannalta.

b) Tulisiko mielestänne edellä esitettyjen esimerkkien mukaisia säännöksiä jatkovalmistella?

Sisäpiirisääntelyn selkeyttäminen on tarpeellista. Arvopaperinvälittäjien osalta on luovuttava päällekkäisestä sääntelystä. Arviomuiston b)-esimerkin sanamuoto on epäselvä, emmekä sen vuoksi ota siihen yksityiskohtaista kantaa.

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

Säännökset on lainvalmistelussa käytävä läpi ja varmistettava niiden toimivuus.

Ensimmäisen tarjouksen hyväksynyt saa kilpailevan tarjouksen julkistamisen jälkeen perua hyväksymisensä ensimmäisen tarjouksen voimassaoloaikana (AML 6:8.2). On epäselvää, miten säännös suhtautuu siviilioikeudellisiin kauppaa ja sen sitovuutta koskeviin periaatteisiin siltä kannalta, oikeuttaako hyväksymisen peruuttaminen myös toteutetun kaupan purkamisen.

Markkinoilla on ollut epäselvyyttä myös siitä, voiko tarjouksentekijä myydä tarjouksen kohteena olevan yhtiön osakkeita tarjousaikana. Tällaisten yksittäisten kysymysten selventämistä uudistuksen yhteydessä voisi harkita käytettävissä olevien mahdollisuuksien puitteissa, esimerkiksi itsesääntelytoimin.

Keskuskauppakamarin yrityskauppalautakunta on toiminut syyskuusta 2006 lähtien. Toiminnan aikana on noussut esille eräitä kysymyksiä, joiden selvittäminen olisi tarpeellista. Markkinoiden pienuuden vuoksi erityisesti lautakunnan kokoonpanoa koske-

via säännöksiä on syytä tarkistaa. Lautakunnan toiminnassa on ilmennyt muitakin kehitystarpeita esimerkiksi kuulemisen ja valitusoikeuden osalta.

Yrityskauppalautekunnan tehtäviä on syytä tarkastella uudistuksen yhteydessä. Esimerkiksi poikkeuslupa-asioiden siirtäminen yrityskauppalautekunnan käsiteltäväksi tulisi ottaa jatkovalmistelun kohteeksi. Tämä ratkaisu olisi linjassa Rahoitustarkastuksen ja lautekunnan yleisen työnjaon kanssa.

Keskuskauppakamari viittaa lautekuntaan koskevien tarkempien säännösten kehitystarpeiden osalta yrityskauppalautekunnan antamaan lausuntoon. Lisäksi Keskuskauppakamari toteaa, että lautekunnan toiminnasta aiheutuu Keskuskauppakamarille huomattavia kustannuksia. Lautekunnan toiminnan rahoittaminen markkinaosapuolten hakemusmaksuilla ei ole toistaiseksi toteutunut. Lakiuudistuksen yhteydessä on syytä pohtia keinoja lautekunnan rahoituksen turvaamiseksi.

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

Yrityskauppalautekuntaa koskevia säännöksiä on syytä tarkistaa ja kuulla lautekuntaa sitä koskevia säännöksiä valmisteltaessa.

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

Johdannaisia koskevassa sääntelyssä eri johdannaisinstrumenttien väliset erot tulee ottaa selkeästi huomioon. Sääntely ei saa estää alan kansainvälisten markkinastandardien käyttöä (esim. ISDAn asiakirjat). Todettakoon, että pörssijohdannaisten kaupankäynti tapahtuu nykyisin Suomen ulkopuolella. Kovin yksityiskohtainen laintasoinen sääntely ei johdannaisinstrumenttien osalta ole toimivaa, sillä johdannaisinstrumentit kehittyvät jatkuvasti kansainvälisillä markkinoilla, eikä laki ei kykene riittävän joustavasti mukautumaan uusiin ilmiöihin.

Lakiuudistuksen yhteydessä tulisi selvittää ja toteuttaa myös tarvittavat verolainsäädännön tarvittavat muutokset.

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

Kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termiineillä annetun lain säännösten yhdistäminen arvopaperimarkkinalakiin on kannatettavaa. Asiaa kannattaa jatkovalmistella.

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

Keskuskauppakamari ei pidä tarpeellisena muuttaa arvopaperimarkkinoihin kohdistuvien rikosten suojeltavia etuja ja asianosaiskelpoisuutta.

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

Rangaistussäännösten tunnusmerkitöt ovat riittävän kattavia. Monenkeskisen kaupan käynnin osalta voi soveltamisala herättää epäselvyyksiä.

Lakiuudistuksessa on varmistettava kriminalisointien kohtuullinen ja selkeä sääntely. Oikeusturvan ja yhtiöiden toiminnan kannalta on kohtuutonta, että lain perusteluissa käytetään kriminalisoinnin pohjana niin epämääräistä käsitettä kuin "objektiivisesti arvioituna tosiasiallinen mahdollisuus". Lausuma johtaa liian tiukkoihin tulkintoihin.

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

Hallinnolliset seuraamukset soveltuvat selviin, teknisluontoisiin rikkomuksiin. Rikokset kuuluvat tuomioistuinten käsiteltäväksi. Hallinnollisten seuraamusten alan laajentamista ei voida perustella sillä, että tuomioistuinmenettely on hidas. Tietyvästi hitaus ei johdu niinkään tuomioistuimista vaan siitä, että asian tutkinta kestää niin pitkään, että usein syyte etenee tuomioistuinvaiheeseen vasta vanhentumisen kynnyksellä. Käräjien järjestämiseen puolestaan vaikuttavat asianosaisten käyttämien asiamiesten aikataulut.

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

Lainvalmistelussa on mahdollisuuksien mukaan vältettävä lakiviittauksia. Tämä ratkaisu osoittautui toimivaksi osakeyhtiölain kokonaisuudistuksessa lain laajuudesta huolimatta.

KESKUSKAUPPAKAMARI

Kari Jalas
toimitusjohtaja