



Valtiovarainministeriö
Rahoitusmarkkinaosasto

LAUSUNTO
30.9.2008

2308/031/2008

Lausuntopyyntö VM130:00/2007

ARVOPAPERIMARKKINALAIN UUDISTAMINEN

Työ- ja elinkeinoministeriö vastaa arvopaperimarkkinalain uudistamista koskevan arviomuiston kysymyksiin seuraavan.

1 Uudistuksen tavoitteet ja reunaehdot

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

Keskeiset tavoitteet ja reunaehdot ovat kannatettavia. Huomio, että Suomen arvopaperimarkkinoiden tähänastinen menestys on pitkälti perustunut vain muutamaan keskeiseen osakkeeseen, on oikeaan osunut. Tämä tarkoittaa käytännössä, että kansallinen markkinamme on myös merkittävän haavoittuva tilanteessa, jossa keskeisten osakkeiden kaupankäynnin kehitys Suomessa on epäsuotuisa. Tällainen tilanne voi johtua sekä rakenteellisista tekijöistä että yhtiökohtaisista syistä ja johtaa mahdollisesti siihen, että kaupankäynti ja arvonmäärittäminen siirtyvät pois markkinoiltamme.

Yhteiskunnan dynamiikan kannalta perustavoitteen tulisi olla, että kansallisen pääomamarkkinamme toimintaympäristö kokonaisuutena on kilpailukyvyiltään sellainen, että se kannustaa yrittäjiä kasvuun tarjoamalla houkuttelevan ja kustannustehokkaan ensi- ja jälki-markkinan. Ensimmäisten markkinoiden osalta se tarkoittaa sitä, että emissio-kustannuksen pääomamarkkinaehtoiselle rahoitukselle tulee olla kilpailukykyinen. Tähän voidaan vaikuttaa sääntelykeinoin pitämällä huolta muun ohella siitä, että vaadittava emissiodokumentaatio ja sen varmentaminen on oikeasuhteinen eikä liian raskas verrattuna esimerkiksi enenevässä määrin menestyneeseen pääomamarkkina-sääntelyn ulkopuoliseen pääomasijoitusrahoitukseen (ns. private equity). Tehokkaiden jälkimarkkinoiden kannalta keskeisiä tekijöitä ovat markkinan uskottavuus ja luotettavuus sekä jakeluverkon laajuus ja tehokkuus palvella erilaisten sijoittajien tarpeita unohtamatta kustannustehokkuutta. Sääntelykeinoin voidaan vaikuttaa erityisesti markkinan luotettavuus- ja uskottavuustekijöihin.

1 b Minkälaisia seikkoja uudistuksessa olisi mielestänne erityisesti painotettava?

Muistiossa on esitetty arvio, että todennäköisesti merkittävä osa kaupankäynnistä siirtyy monenkeskisille kaupankäyntipaikoille. Tämän kehityksen perustelu olisi kiinnostava. Mikäli näin tapahtuu, on

jatkotyössä arvioitava kehityksen vaikutuksia muun muassa kansallisen pörssin toiminnalle. Johtaako se mahdollisesti kansallisen pörssin kuihtumiseen ja sen voimavarojen vähenemiseen, ehkäpä jopa siinä määrin, että uskottava perusta pörssin harjoittamalle itsesääntelylle ja itsesääntelynormien tehokkaalle valvonnalle sekä seuraamusten täytäntöönpanolle vaarantuu?

Arviomuistiossa on myös esitetty näkemys, että suomalaisten osakkeenomistajien lukumäärä ei jatkossa kasva. Tulisiko tähän kehitykseen pyrkiä vaikuttamaan, esim. verotuksen neutraalisuuden keinoin, jotta tuleviin eläkkeisiin liittyvät haasteet voidaan mahdollisimman hyvin hallita muun ohella siten, että kansalaiset itse pyrkivät mahdollisimman kustannustehokkaasti kartuttamaan henkilökohtaista sijoitusvarallisuuttaan, mm. suorien osakesijoitusten kautta?

EU-normiston asettama sääntelykehys ja siitä johtuva kansallinen liikkumatila tulisi huolellisesti analysoida. Uuden AML:n (jatkossa UAML) tulisi tarjota suomalaisilla markkinoilla mahdollisuudet sääntelyinnovointiin ja uusien tuotteiden ja markkinoiden kehittämiseen, tarvittaessa hyvinkin ripeästi. Esimerkiksi Iso-Britanniassa toimivan AIM-markkinan menestys perustuu suurelta osin luovaan sääntelyyn ja direktiivitulkinintaan. Eri markkinarakenteiden menestystekijöitä tulisi jatkotyössä analysoida ja tuloksia hyödyntää. UAML:n tulisi olla niin joustava, että uusien tuotteiden markkinoille tuonnissa vältettäisiin samankaltaiset lainsäädännölliset ongelmat, joita kohdattiin esimerkiksi osuustodistusten, osakeyhtiölain tarkoittamien optio-oikeuksien ja indeksiosuuksien lanseeraamisessa Suomen markkinoille.

Pääohjenuorana UAML:n jatkotyössä tulisi olla se, että listayhtiöt saavat listautumisesta sellaisen hyödyn, että se jatkuvasti selkeästi ylittää listautumis- ja listallaolokustannukset. Listallaolokustannuksiin tulee lukea välittömien menojen lisäksi myös välilliset menot, kuten sääntelyn noudattamisesta aiheutuvat menot ja vaadittava lisäresurssointi sekä muuttuva johdon ajankäyttö. Edellä sanottu on välttämätön edellytys osakemarkkinan toimivuudelle. Tässä yhteydessä keskeinen kysymys UAML:n näkökulmasta on, mikä on sääntelyn ja siitä aiheutuvan sääntelykustannuksen taso ja määrä. Eräs piilevä kustannus ja riskitekijä listayhtiön kannalta on säännösten täytäntöönpanoon liittyvä epäselkeys, tämä seikka jää yleisesti vähälle huomiolle. Markkinoiden uskottavuuden ja liikkeeseenlaskijan oikeusturvan kannalta sääntelyn ja valvonnan täytäntöönpanon ennustettavuus on välttämätöntä. Listayhtiön tulee halutessaan nopeastikin saada etukäteen sitova tieto siitä, onko sen kuvaama menettely hyväksyttävä.

2 Lain tavoitteet

2 a Tulisiko mielestänne yleinen tavoitesäännös lisätä AML:iin?

Lain tavoitteiden kirjaaminen lakiin ei ole lainkäytön kannalta välttämätöntä. Koska AML koskee kaikkia markkinoilla toimivia, on todennäköistä, että lähinnä tavoiteltavaa kuvaaviin tavoitteisiin sisältyy ristiriitoja eri käyttäjäryhmien näkökulmista. Näiden ristiriitojen johdosta on riski, että jonkin tavoitteen mahdollinen ylikorostuneisuus johtaa yksittäisen normin vääristyneeseen tulkintaan.

2 b Pidätkö edellä esitettyä esimerkkiä hyvänä lähtökohtana tavoitesäännöksen jatkovalmistelussa?

Mikäli tavoitteet päädytään sisällyttämään lakiin lain perustelujen sijaan, tulee varmistua siitä, että lakiin kirjatut tavoitteet ovat tasapainoiset ja että kaikkien intressiryhmien näkökulma on otettu huomioon.

3 Yleissäännökset ja yleiset periaatteet

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

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

Yleiset periaatteet on riittävää säilyttää perustelutasolla. Niitä tulee jatkovalmistelussa kehittää edelleen. Esimerkiksi "avoimuus ja tiedonantovelvollisuus" -periaate edellyttää vielä jatkovalmistelua.

3 c Pidätkö AML:n voimassa olevia kohdennettuja yleissäännöksiä toimivina ja riittävinä?

Kohdennettujen yleissäännösten hyvä puoli on juuri niiden kohtaantuminen tiettyyn ryhmään. Toisaalta esimerkiksi se, miten hyvä arvopaperimarkkinatapa -käsitteen sisältö tarkemmin määrittyy ja mikä on sen suhde yksityiskohtaisten normien soveltamiseen, edellyttää jatkopohdintaa. Kohdennettujen yleissäännösten riittävyyteen voidaan ottaa kantaa, kun lain sisältö on tarkemmin selvillä.

4 Sääntelyhierarkia

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

UAML:n tulisi olla kehikko, joka sisältää yleissäännökset. Niitä täsmen-
tävä ja yksityiskohtainen normitus tulisi antaa alemmanasteisena,
perustuslain asettamissa puitteissa.

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

Rahoitustarkastuksen ja tulevan uuden finanssivalvojan roolia markkinavalvojana tulee korostaa. Tämä edellyttää jatkovalmistelussa sen arvioimista, tulisiko sitovan sääntelyn antaminen jatkossa tapahtua pääsääntöisesti ministeriössä. Tämä selkeyttäisi työnjakoa ja Ratan rooli valvojana korostuisi. Arviomuistiossa todetaan, että sitovan sääntelyn ja Rahoitustarkastuksen ohjeistuksen suhde ei välttämättä ole aina selkeä. Hyvän tavan sisällön määrittymisen tulisi arviomuistioissa esitetyin tavoin ensisijaisesti muodostua markkinatoimijoiden piirissä, ei niinkään viranomaisten linjaamana. Ongelmallisena voidaan pitää sitä, että sitovia määräyksiä antava viranomainen antaa myös suosituksia. Jos suositusten sisältämä menettelyohje katsotaan todella tarpeelliseksi, tulisi toimintaohjeen olla sitova. Muussa tapauksessa säännösten soveltajalle tulisi sallia tavanomainen toimiminen velvoittavien säännösten ja oman harkintansa varassa. Suositusten sijaan Rata voisikin jatkossa laajasti julkistaa hakijalle antamansa vastauksen tai

kannanottonsa näkemyksensä siitä, mitä yksittäisten normien sisältö sen mielestä tarkoittaa.

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

Suomessa on hyviä esimerkkejä toimivasta itsesääntelystä, kuten Helsingin pörssin itsesääntelyhistoria. Jatkovalmistelussa tulee analysoida tarkemmin, millaisiin asiakokonaisuuksiin itsesääntely parhaiten soveltuu ja miten se toteutetaan tehokkaasti. On selvítettävä mm, miten markkinoiden kansainvälistyminen vaikuttaa. Onko niin, että itsesääntelyn tehokkuus ja vaikuttavuus ovat luontaisesti omiaan vähenemään kehityksessä, jossa markkinatoimijat ovat suurelta osin ulkomaisia rajan yli -toimijoita ja välittäjien kasvaneen ulkomaalaisomistuksen ohella myös markkinapaikka on omistuksellisesti käsissä, joille kansallinen itsesääntely on vierasta? Toisaalta toimivaa itsesääntelyä on syytä kannustaa muistaen, että tehokas itsesääntely voi tarjota merkittäviä kansallisia kilpailuetuja.

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

Jotta itsesääntely voisi toimia tehokkaasti, sen tulee lähteä markkina-toimijoiden aidoista tarpeista ja motiiveista. Esimerkiksi kilpajuoksu toteuttaa itsesääntelyä ensinnä, jotta viranomaissääntelyltä välttyttäisiin, ei useinkaan luo itsesääntelylle hyviä menestymisen edellytyksiä. Itsesääntelyelimen tulisi olla yleisesti hyväksytty ja nauttia eri intressipiirien luottamusta laajalti, jotta siitä tulisi uskottava. Perusedellytys uskottavuudelle on itsesääntelyn nopea ja puolueeton valvonta ja seuraamusten tehokas ja oikeasuhtainen täytäntöönpano. Seuraamusjärjestelmä tulisi saada sovitettua lainsäädännön ja hallinnollisten seuraamusten kanssa yhteen, jotta sanktiokumulaatiota ei tapahtuisi.

4 e Miten mielestänne tulisi painottaa varsinaista itsesääntelyä verrattuna yhteissääntelyyn?

Markkinat tuntuvat vierastavan yhteissääntelyä. Sinällään aidossa itsesääntelyssä on edellytykset paremmalla toimivuudelle edellyttäen, että siihen sitoudutaan laajasti. Esimerkkinä voidaan mainita yrityskauppautakunta, joka ei ole käsitellyt montakaan juttua.

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

Rahoitustarkastuksen tulisi keskittyä valvontatehtävään. Jatkotyössä on syytä myös harkita tulisiko Ratan valvontatehtävän ohessa päivittäisessä työssään edistää sijoittamisen kansalaistaitojen kehittymistä, mm. tuomalla esiin esimerkiksi sijoituksista maksettavien kulujen ja palkkioiden keskeinen merkitys pitkäaikaissijoittamisessa. Ratan tulisi myös johdonmukaisesti selkeyttää ja lisätä läpinäkyvyyttä sijoitustuotteiden markkinoinnissa, esimerkiksi edellä mainitut kulut tulisi aina selkeästi ilmoittaa, olipa kyse mistä tahansa sijoitustuotteesta.

Rahoitustarkastuksen tulee pyrkiä toiminnassaan siihen, että sillä on markkinaosapuolten arvostus ensisijaisesti ammattitaitonsa ja linjakkaiden päätösten perusteella. Koska Ratan asema on Suomen arvopaperimarkkinoiden kilpailukykyisyyden ja uskottavuuden kannalta

keskeinen, tulee sen kaikessa toiminnassaan pyrkiä ensiluokkaiseen laatuun. Ensiarvoisen tärkeätä on varmistua siitä, että Ratalla on kansainväliset standardit täyttävä asiantuntemus käytössään.

6 Lain rakenne

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

Laki on nykyisellään merkittävän laaja. Se käsittää kaikki arvopaperimarkkinatoiminnot sekä asettaa puitteet sijoittajien, välittäjien, liikkeeseenlaskijoiden ja markkinapaikkojen välisille suhteille. Jatkovalmistelussa voidaan harkita lain jakamista kahteen tai useampaan osioon, jotta siitä tulisi paremmin hallittava. Tällaisia erillisiä asiakokonaisuuksia voisivat olla esim. pörssi- ja selvitystoimintaa koskevat lain osiot. Sijoittajansuojasääntely suhteessa arvopaperinvälittäjään on toinen osa-alue, jonka eriyttämistä voisi harkita. Se on luonteeltaan lähinnä kuluttajansuojasääntelyä.

Sijoittajille tarjoamisen yhteydessä tulisi soveltaa yhtäläisiä sijoittajansuojasäännöksiä kaikkiin samaan taloudelliseen lopputulemaan johtaviin sijoitusinstrumentteihin riippumatta siitä, mikä on niiden juridinen rakenne, ml. vakuutustuotteet ja otc-johdannaiset.

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

UAML:n ja sen lähilakien terminologia ja määritelmät tulee yhtenäistää. UAML:n suhde osakeyhtiölakiin on erityinen. Jatkossa tulee pohtia, tulisiko OYL:a muuttaa siten, että siellä laissa otetaan käyttöön uusi käsite: listayhtiö. Vai tulisiko kaikki listayhtiöitä koskeva sääntely saattaa AML:n piiriin? Tällä hetkellä tilanne on joissain määrin epäselvä, esim. listayhtiön yhtiökokouksen sääntelyä koskevilta osin.

6 c Mitä mieltä olette edellä mainituista lain eri rakennevaihtoehdoista?

Kaikkia esitettyjä vaihtoehtoja on jatkotyössä syytä arvioida tarkemmin. Mikäli löytyy selkeä rakenne, esim. käyttäjäryhmiin perustuva – kuten listayhtiöt ja toisaalta sijoittajat – on tämä luonteva jatkokehittelyn perusta.

7 Soveltamisala ja määritelmät

7 a Onko voimassa oleva AML:n soveltamisala mielestänne toimiva?

UAML:n soveltamisalaa on syytä täsmentää vastaamaan muuttuneita olosuhteita; esimerkiksi rajat ylittävän toiminnan näkökulma on syytä ottaa paremmin huomioon.

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

Lain sisäisen systematiikan ja johdonmukaisuuden kannalta lain vakioilmaisut on syytä yhtenäistää ja yhdenmukaistaa lähilainsäädännön kanssa.

7 c Tulisiko mielestänne edellä esitettyjä määritelmiä koskevia esimerkkejä jatkovalmistella?

Kyllä tulisi.

8 Oikeussuojakeinot

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

Rahoitustarkastuksen antamat julkiset hallinnolliset seuraamukset saavat pääsääntöisesti laajasti julkisuutta ja ovat sellaisenaan tehokkaita sanktiovälineitä. Koska seuraamuksen kohde yleensä leimautuu jo tässä vaiheessa yleisön silmissä lopullisesti syylliseksi, riippumatta siitä muuttuuko päätös myöhemmässä valitustiessä, tulee Rahoitustarkastuksen valmistella nämä hallinnolliset seuraamuspäätöksensä erityisen huolellisesti.

8 b Tulisiko mielestänne edellä esitettyjä ehdotuksia jatkovalmistella?

Kyllä tulisi.

9 Tiedonantovelvollisuus

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

Liputussäännökset tulisi yhtenäistää muualla Euroopassa käytetyn eurooppalaisen standardin mukaisiksi.

9 b Tulisiko edellä esitettyjen esimerkkien mukaisia ehdotuksia jatkovalmistella?

Kyllä tulisi.

9 c Miten esitesäännöksiä tulisi mielestänne kehittää?

Esitesäännöksiä voidaan kehittää muistiossa kuvatuin tavoin. Lisäksi on syytä harkita erinäisten ja yleensä monilukuisten asiantuntijoiden tarpeellisuutta esitteen laatimisessa, ainakin tilannekohtaisesti. Lainsäädännön tulee tunnistaa erisältöisinä vaatimuksina, että esim. listautumisanti on eri asia kuin listayhtiön uusmerkintä. Poikkeako liikkeeseenlaskijan vastuu esitetilanteessa merkittävästi siitä vastuusta, joka listayhtiötä muutoinkin koskee? Asiantuntijoiden käyttö lisää kustannuksia. Kysymys on siitä, aiheutuuko tästä sijoittajille enemmän hyötyä kuin välillisiä kustannuksia.

10 Pörssitoiminta ja monenkeskinen kaupankäynti. Tulisiko arvopaperipörssejä ja monenkeskistä kaupankäyntiä koskevaa AML:n sääntelyä muuttaa edellä mainittujen sääntelyn tavoitteiden saavuttamiseksi?

Sääntelymuutosten tarve tulee arvioida sen perusteella, parantavatko muutokset Suomen markkinoiden kilpailukykyisyyttä.

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

AML 4 luvun sijoituspalvelun tarjoamiseen ja arvopaperikauppaan liittyvät säännökset ovat sääntelyn yksityiskohtaisuuden johdosta paikoitellen epätasapainoiset. Jatkovalmistelussa voitaisiin lain selkeyttämiseksi harkita yksityiskohtaisten sijoittajien suojaa koskevien säännösten eriyttämistä erilliseen asetukseen.

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

Selvitystoimintaa koskevan sääntelyn eriyttämistä AML:sta tulisi harkita.

13 Markkinoiden väärinkäyttö

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

Ei huomauttamista.

13 b Tulisiko mielestänne edellä esitettyjen esimerkkien mukaisia säännöksiä jatkovalmistella?

Kyllä tulisi.

14 Julkiset ostotarjoukset ja tarjousvelvollisuus

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

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

Yrityskauppalautakunnan ja Rahoitustarkastuksen keskinäisiä rooleja tulisi selkeyttää.

15 Johdannaiset

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

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

Jatkovalmistelussa tulisi selvittää, voidaanko johdannaisia koskeva sääntely, esim. rahoitusvälinekäsitteen avulla, kattaa yleissääntelyllä.

16 Vahingonkorvaus

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

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

16 c Onko rikosoikeudellisten ja hallinnollisten seuraamusten välinen suhde arvopaperimarkkina-rikoksissa ja -rikkomuksissa nykyään oikea ja toimiva? ja

16 d Pidättekö AML:n rangaistussäännösten esittämistapaa ja lakiviittauksia toimivina?

Rikosoikeudellista ja hallinnollisten seuraamusten välistä suhdetta tulisi selkeyttää. Hallinnollinen seuraamus olisi nopeuden ja joustavuuden

vuoksi luonteva ensisijainen seuraamus ja useissa tapauksissa myöskin tehokkuudeltaan riittävä seuraamus.

Raimo Luoma
Osastopäällikkö, ylijhtaja

Mika Björklund
Neuvotteleva virkamies