

6.5.2011

valtiovarainministeriö@vm.fi
anu.pietarinen@vm.fi

Valtiovarainministeriölle

*LAUSUNTO ARVOPAPERIMARKKINALAINSÄÄDÄNNÖN KOKONAISUUDISTUSTA
KOSKEVASTA EHDOTUKSESTA (VM 12/2011)*

Valtiovarainministeriö on pyytänyt Hallitusammattilaiset ry:ltä lausunnon arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistusta koskevasta ehdotuksesta (Työryhmän Muistio VM 12/2011, jäljempänä "ehdotus"). Lausuntonaan Hallitusammattilaiset ry esittää seuraavan:

1. YLEISTÄ

Hallitusammattilaiset ry on riippumaton aatteellinen yhdistys, joka palvelee Suomen yrityselämää edistämällä hyvää ja ammattimaista hallitustyöskentelyä. Yhdistyksellä on lähes 300 henkilöjäsentä, joilla kaikilla on merkittävää kokemusta hallitustyöskentelystä. Huomattava osa yhdistyksen jäsenistä toimii, tai on toiminut, pörssiyhtiön hallituksen jäsenenä. Hallitusammattilaiset ry on eurooppalaisten hallitusammattilaisten yhdistysten kattojärjestön The European Confederation of Directors' Associations (ecoDa) jäsen. Yhdistyksen keskeisiä arvoja ovat eettisyys, omistaja-arvo ja hyvä hallintotapa.

Tämän lausunnon on valmistellut Hallitusammattilaiset ry:n Policy-valiokunta, johon kuuluvat Tomas Lindholm (yhdistyksen puheenjohtaja), Eeva Ahdekivi, Manne Airaksinen, Stig Gustavson, Kim Karhu, Juho Lipsanen ja Olli V. Virtanen (yhdistyksen pääsihteeri). Valiokunnan sihteerinä toimii Mikko Reikainen.

Lausunnossa keskitytään sellaisiin seikkoihin, joilla yhdistyksen käsityksen mukaan on erityistä merkitystä yrityksen hallituksen näkökulmasta yritysten toimialasta riippumatta. Tämän vuoksi lausunto on pääosin rajattu ehdotuksen arvopaperimarkkinalakia koskeviin osiin.

2. EHDOTUKSEN TAVOITTEET

Ehdotuksen sisältämien esitysten päätavoitteet ovat arvopaperimarkkinalainsäädännön selkeyden ja ymmärrettävyyden parantaminen, arvopaperimarkkinalainsäädännön kilpailukyvyn lisääminen, arvopaperien säilytys- ja selvitystoiminnan tehostaminen ja kilpailun lisääminen sekä listayhtiöiden hallinnollisen taakan keventäminen.

Hallitusammattilaiset ry katsoo, että ehdotuksen päätavoitteet ovat sinänsä kannatettavia. Kaikkein tärkeintä on, että Suomen arvopaperimarkkinat olisivat sijoittajille hyvä toimintaympäristö, joka myös houkuttelee yhtiöitä listautumaan. Siksi kansainvälinen vertailu olisi tehtävä kattavammin ja edustavammin ja sen tulokset olisi otettava vakavammin huomioon; esimerkiksi sanktiojärjestelmän uudistamisessa Suomen ei tulisi lähteä viemään kehitystä suuntaan, joka selvästi ankaroittaa sanktioita nykyisestä ja myös selvästi heikentää sanktiojärjestelmän ennakoitavuutta (josta lähemmin alempana).

Esitys arvopaperien moniportaiseen hallintajärjestelmään siirtymisestä on kannatettava. Kaikissa oloissa olisi kuitenkin varmistettava liikkeeseenlaskijan oikeus saada tietoa omistajistaan.

Uudistuksessa keskeisellä sijalla on säännösrakenteiden selkeyttäminen, jonka osalta esitetään useita toteuttamiskelpoisia ehdotuksia, kuten sääntelyn jakaminen selkeärajaisiin erityislakeihin.

Ehdotuksessa on kuitenkin tarpeettoman paljon sellaisia aineellisia muutosehdotuksia, jotka eivät Hallitusammattilaiset ry:n mielestä ole riittävän selkeitä sisällöltään ja perusteluiltaan. Esimerkkeinä voidaan mainita sanktioihin ja muutoksenhakujärjestelmään esitetyt muutokset. Tällaiset, puutteelliseen valmisteluun perustuvat esitykset, olisi syytä jättää pois kokonaisuudistuksesta ja tarvittaessa palata niihin myöhemmin kun tarvittavat lisäselvitykset on tehty.

Uudistuksen erääksi tavoitteeksi on ilmoitettu listayhtiöiden hallinnollisen taakan keventäminen. Hallitusammattilaiset ry toteaa, että tämä on kannatettava tavoite, mutta ehdotuksen sisältö tältä osin on varsin vaatimaton. Johdon osavuotisen katsauksen käyttöalan laajentaminen, julkisen sisäpiirirekisterirekisterin keskittäminen ja omien osakkeiden hankintaa koskevan ennakoilmoituksen poistaminen ovat ilmeisesti ainoita hallinnollista taakkaa keventävät uudistusehdotukset. Näiden vaikutukset ovat käytännössä marginaaliset.

3. ARVOPAPERIMARKKINALAKIA KOSKEVISTA ESITYKSISTÄ

Hallitusammattilaiset ry:n kannalta ehdotuksen keskeisimmät aiheet liittyvät 1) tiedonantovelvollisuuteen ja sisäpiirintiedon määritelmään, 2) julkiseen sisäpiirirekisteriin, 3) seuraamusjärjestelmään ja 4) itsesääntelyyn. Seuraavassa näitä aiheita kommentoidaan lähemmin.

3.1. Tiedonantovelvollisuus

Ehdotukseen sisältyvät nykyistä arvopaperimarkkinalakia vastaavat sisäpiirintiedon ja sen julkistamista koskevat säännökset (uuden AML 4:4 ja 10:2) eivät Hallitusammattilaiset ry:n arvion mukaan ole riittäviä. Käytännössä liikkeeseenlaskijoilla on tarve saada vastaus kahteen tärkeään kysymykseen:

- 1) mikä on sisäpiirintietoa ja

2) milloin sisäpiirintietoa sisältävästä asiasta on tiedotettava.

Mitä selkeämpiin vastauksiin päästään, sen parempi. Tällä hetkellä varsin epämääräistä oikeustilaa on tarpeen selkeyttää uuden AML:n asianomaisissa säännöksissä ja/tai niiden perusteluissa.

Ehdotukseen sisältyvissä säädösehdotusten yksityiskohtaisissa perusteluissa sanotaan (s. 118), että 10:2 mukainen julkistamisvelvollisuus kohdistuu aina sisäpiirintietoon, mutta julkistamisvelvollisuus voi olla sisäpiirintiedon käsitettä suppeampi: *”Esimerkiksi valmisteltavan asian keskeneräisyys voi merkitä, ettei tietoa voi vielä julkistaa, mutta tieto voi olla sisäpiirintietoa, jota ei saa käyttää eikä ilmaista tämän lain 10 luvun 2 §:n nojalla”*. Tämä on ainakin osittain jännitteessä sisäpiirintiedon määritelmän yksityiskohtaisiin perusteluihin (s. 147): *”Sisäpiirintiedosta ei ole kyse silloin, kun olosuh-teiden tai tapahtuman toteutumismahdollisuus on vähäinen tai toteutuminen on selvästi epätoden-näköisempää toteutumatta jääminen”*.

Ehdotuksen perusteella jää hyvin epäselväksi, yhtäältä milloin esimerkiksi jotakin valmisteilla olevaa hanketta on pidettävä sisäpiirintietona, ja toisaalta milloin tällaisesta hankkeesta on tiedotettava. Tämä on merkittävä epäkohta, joka johtaa huomattavaan epävarmuuteen yhtäältä liikkeeseenlaski-jan ja toisaalta sisäpiiriläisten keskuudessa. Hallitusammattilaiset ry pitää oikeustilan selkeyttämistä tältä osin hyvin tärkeänä.

Käytännössä sisäpiirintiedon julkistamisen laajuutta saattavat sekoittaa markkinapaikkojen sääntöjen sisältämät erityiset tiedottamissäännöt (esimerkiksi Nasdaq OMX Helsingin Arvopaperipörssin sään-nöt kohta 3.2), jotka sisällyttävät jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen sellaistaakin, joka ei kohdistu sisäpiirintietoon. Asiaa voisi selvittää perusteluissa. Muutoinkin olisi suositeltavaa, että uudistukses-sa otettaisiin mahdollisimman pitkälle huomioon nykyistä markkinakäytäntöä kuvaavia lähteitä, etenkin pörssin Sisäpiiriohje.

3.2. Julkinen sisäpiirirekisteri

Ehdotukseen sisältyy, että julkisen sisäpiirirekisterin pitäminen keskitetään Finanssivalvonnalle. Tämä liittyy ehdotukseen arvopaperien välilliseen säilytyksestä ja moniportaisesta hallinnasta.

Hallitusammattilaiset ry kannattaa sinänsä esitystä julkisen sisäpiirirekisterin keskittämisestä. Tämä saattaa jossain määrin keventää yritysten ja hallitusten jäsenten ja muiden sisäpiiriläisten hallinnollis-ta taakkaa kun ilmoituksia ei enää tarvitsisi tehdä useampaan kertaan. Yhdistys pitää myös asianmu-kaisena liikkeeseenlaskijalle esitettyä oikeutta päättää, että sisäpiiriläisten olisi toimitettava ilmoituk-set ensin liikkeeseenlaskijalle, joka sitten toimittaa ne eteenpäin (uusi AML:n 11:5.2); olkoonkin, että tämä käytännössä saattaa vesittää hallinnollisten rasitteiden keventämispyrkimystä. Uuteen järjes-telmään siirtyminen sisältää kuitenkin sellaisia epävarmuustekijöitä, että on perusteltua varata liik-keeseenlaskijoille mahdollisuus siirtyä uuteen järjestelmään vasta myöhemmin. Tällöin on kuitenkin huomattava, että vastuunjako mahdollisista viivästyksistä ja virheellisten tietojen toimittamisessa välttämättä ole selkeä.

Hallitusammattilaiset ry painottaa, että julkisen sisäpiirirekisterin keskittäminen Finanssivalvontaan ei saisi johtaa siihen, että vähäisetkin ilmoitusvelvollisuuden laiminlyönnit johtaisivat hallinnollisiin seuraamuksiin. Siten lakitekstissä ja perusteluissa tulee mahdollisimman hyvin selkeyttää ilmoitus-velvollisen vastuuta ja rajata sitä siten, että ilmoitusvelvollisuuden vähäisistä tahattomista laimin-lyönneistä ei automaattisesti seuraisi hallinnollisia sanktioita.

3.3 Seuraamusjärjestelmä

Vahingonkorvauksen osalta on esitetty useita muutosehdotuksia, joista arvopaperimarkkinalain kannalta olennaisin on vastuun selkeä määrittäminen tuottamusperusteiseksi (*culpa*).

Ehdotuksen mukaan Finanssivalvonnan hallinnollinen seuraamusjärjestelmä uusiutuisi valikoimaltaan ja ankaruudeltaan. Huomautuksesta seuraamuksena luovuttaisiin, ja sen asemesta ensisijaisena hallinnollisena seuraamuksena olisi rikemaksu. Muut seuraamukset olisivat, määräyksiä tehostavan uhkasakon lisäksi, julkinen varoitus ja seuraamusmaksu. Sekä rikemaksu että seuraamusmaksu olisivat nykyistä tasoa monta kertaa suurempia.

Hallitusammattilaiset ry:n mielestä seuraamusjärjestelmän tulisi olla selkeä ja looginen kokonaisuus, joka palvelee myös ennakoitavuutta ja oikeusvarmuutta. Ehdotuksen seuraamusjärjestelmää koskeva sisältö ei monilta osin täytä näitä kriteereitä.

Hallinnollisen seuraamusjärjestelmän ankaroitaminen

Hallitusammattilaiset ry ei pidä hallinnollisia seuraamuksia koskevaa uudistusta lainkaan onnistuneena. Vertailtaessa hallinnollisten ja rikosoikeudellisten seuraamusten tasoa EU:n eri maissa ehdotuksen s. 49 todetaan, että se vaihtelee huomattavasti jäsenvaltioittain. Yhdistys ei pidä viitattua kansainvälistä vertailua kattavana, eikä se tällaisenaan yksiselitteisesti suinkaan puolla hallinnollisen seuraamusjärjestelmän ankaroitamista nyt ehdotetulla tavalla. Kuten ehdotuksen samassa kohdassa (s. 49) todetaan, Suomessa Finanssivalvonta on määrännyt muutamia hallinnollisia seuraamuksia vuodessa, eikä vielä toistaiseksi yhtään seuraamusmaksua. Nykyinen huomautuksen käyttö ensisijaisena välineenä on ollut onnistunut ratkaisu. Pienillä markkinoilla mahdollisuus sen julkistamiseen on ollut merkittävä tehoste. Toisaalta ei-julkisillakin huomautuksilla on yhdistyksen käsityksen mukaan ollut ohjausvaikutusta. Mahdollisuudesta ei-julkisiin seuraamuksiin ei ole mitään syytä luopua.

Suomen arvopaperimarkkinoiden kansainvälinen kilpailukyky on nostettu uudistuksen keskeiseksi tavoitteeksi (s. 12). Tätä ei kuitenkaan ole millään tavoin otettu huomioon tehtäessä hallinnollista seuraamusjärjestelmää koskevia muutosehdotuksia. Mikäli Suomen pienten arvopaperimarkkinoiden kilpailukykyä pyritään parantamaan kannustamalla yhtiöitä listautumaan tänne, ei ole aihetta ennakoida mahdollisia tulevia EU-uudistuksia, eikä nykyistä sinänsä toimivaa järjestelmää ole syytä lähteä ainakaan tässä vaiheessa muuttamaan. Rahamääräisten seuraamusten asettamista ensisijaisiksi sanktiokeinoksi ja euromäärien korottamista ei mitenkään voida pitää perusteltuna Suomen arvopaperimarkkinoiden toimivuuden kannalta.

Vahingonkorvaus

Hallitusammattilaiset ry kannattaa uuden AML:n 13 luvun 1 §:ään ehdotettua selvennystä tuottamus- ja tahallisuusedellytyksestä. Yhdistys pitää kuitenkin todistustaakkaa koskevia perusteluja eräiltä osin epäselvinä (s. 58). Osakeyhtiölain 22 luvun 1 §:n 3 momentin tapainen käännetty todistustaakka ei ole perusteltua, minkä yhdistys toivoo selkeästi ilmenevän ainakin uuden AML:n perusteluista.

Myös uuden AML:n 1 luvun 2-4 §:ssä säädettyjen yleisten periaatteiden, kuten hyvän arvopaperimarkkinatavan rikkomisen voisi toimia perusteena uuden AML:n 13 luvun 1 §:ssä säädetylle vahingonkorvausvastuulle (s. 159). Tämä ei ole oikeusvarmuuden kannalta hyväksyttävää, kun otetaan huomioon miten vähän tapaoikeutta Suomen arvopaperimarkkinoilla on tähän mennessä syntynyt ja miten suppeasti asiaa on ehdotuksessa käsitelty. Joka tapauksessa yhdistys pitää tärkeänä, että hyvän arvopaperimarkkinatavan määrittelyssä keskeinen asema olisi riippumattomalla asiantuntijaor-

gaanilla, jossa markkinaosapuolilla on edustus (itsesääntely). Itsesääntelyä käsitellään tarkemmin tämän lausunnon kohdassa 3.4.

Ehdotuksessa olevissa yksityiskohtaisissa perusteluissa todetaan, että myös soveltuvien Euroopan unionin asetusten rikkomisesta voisi seurata korvausvastuu (s. 159) ja niistä on annettu myös esimerkkejä. Hallitusammattilaiset ry:n mielestä olisi selvyiden vuoksi tärkeää, että soveltuvat normit nimettäisiin selkeästi, jotta esimerkiksi yksittäisellä liikkeeseenlaskijan hallituksen jäsenellä olisi käytännössä mahdollisuus perehtyä häntä sitovaan normistoon.

Hallitusammattilaiset ry kiinnittää huomiota siihen, että ehdotuksen s. 161 ja 162 taitteessa oleva kuvaus johdon vastuusta ei anna täyttä kuvaa tilanteesta. Hallituksen jäsenen kannalta tyypillinen mahdollinen vahingonkorvausvastuutilanne voisi olla sellainen, jossa sijoittaja vaatii korvausta liikkeeseenlaskijalta (yhtiöltä). Jos yhtiö joutuu vaatimuksen perusteella korvausvastuuseen, yhtiö tai sen nimissä vähemmistö tai mahdollinen konkurssipesä voi vaatia regressinä korvausta hallituksen jäseniltä, jos näiden laiminlyöntien katsotaan olevan korvausvastuun perustuvassa syy-yhteydessä sijoittajalle korvattuun vahinkoon. Olisi hyödyllistä, jos eri säädösten (arvopaperimarkkinalaki, osakeyhtiölaki ja vahingonkorvauslaki) mukainen johdon vastuu olisi selkeästi määritelty ilman, että useammat vastuuperusteet voisivat tulla sovellettaviksi päällekkäin.

Hallitusammattilaiset ry kannattaa vastuun rajaamista esitteen tiivistelmässä annetuista tiedoista (uusi AML 13:3).

Käsittelyforumit ja sanktiokumulaatio

Tarvittavan osaamisen ja oikeusvarmuutta edistävän oikeuskäytännön yhtenäisyyden varmistamiseksi oikeuspaikkauudistus edellyttäisi parempaa selvitystä ja perusteluita, joten Hallitusammattilaiset ry katsoo, että ei ole syytä muuttaa nykyistä järjestelmää tämän uudistuksen yhteydessä. Ehdotuksessa ehdotettu kokonaisuus on sirpaleinen ja mahdollistaa jopa sen, että samassa asiassa sanktio saatetaan asettaa sekä hallinnollisessa menettelyssä että yleisessä alioikeudessa. Hallinnollinen sanktiohan ei olisi este sille, että syyttäjä (ja/tai vahinkoa kärsinyt asianomistaja) alioikeudessa esittää vaatimusta hallinnollisten sanktioiden kohteeksi joutunutta henkilöä kohtaan.

Yhdistys pitää oikeusvarmuuden kannalta ongelmallisena ehdotusta siitä, että markkinaoikeus olisi uusi oikeuspaikka. Tämä johtaisi siihen, että käytännössä samoja asioita tultaisiin käsittelemään sekä yleisissä tuomioistuimissa että markkina-oikeudessa. Näiden eri valitusteiden seurauksena sekä KKO että KHO antaisi samoissa tai samanlaisissa asioissa lopulliset ratkaisut. Tämä ei olisi tarkoituksenmukaista eikä tehokasta, ja se olisi omiaan lisäämään oikeusepävarmuutta. Yhdistyksen mielestä on tärkeää, että sanktioiden suhdetta toisiinsa selkeytettäisiin, kuten ehdotuksessa on todettukin tarpeelliseksi (s. 57).

Ehdotettu järjestelmä saattaa myös johtaa sanktiokumulaatioihin, eli tilanteeseen, jossa eri tahot antaisivat sanktioita samasta asiasta. Tämä, jo nyt vallitseva epäkohta, lisääntyisi entisestään ehdotuksen mukaisilla järjestelyillä.

Finanssivalvonnan rooli

Hallitusammattilaiset ry ei pidä onnistuneena järjestelmää, jossa Finanssivalvonta ensin antaa määräyksiä ja ohjeita, sitten valvoo niitä ja lopulta on keskeinen toimija seuraamusten antamisessa. Asia on jäänyt ehdotuksessa liian vähälle huomiolle. Tämänkään johdosta ei ole syytä kiristää seuraamuksia nykyisestään.

Julkisen sisäpiirirekisterin ylläpidon antaminen Finanssivalvonnalle on yhdistyksen mielestä perusteltu ratkaisu, kunhan varmistetaan, ettei virkavastuulla tapahtuva toiminta tosiasiallisesti johda vähäisten viivästysten tai virheiden sanktioinnin kiristymiseen (asiaa on käsitelty myös tämän lausunnon kohdassa 3.2)

3.4 Itsesääntely

Hallitusammattilaiset ry pitää itsesääntelyä ja sen kehittämistä kannatettavana.

Ehdotuksessa olevat itsesääntelyä koskevat esitykset ovat valitettavasti jääneet keskeneräiseksi. Useita eri vaihtoehtoja esitetään, mutta niiden kombinointi kokonaisuuksiksi ja vertailu on jäänyt kesken. Hallitusammattilaiset ry ei näe mahdolliseksi kommentoida eri vaihtoehtoja yksityiskohtaisesti, vaan tyytyy seuraavassa esittämään eräitä yleisiä näkökohtia.

Itsesääntelyn avulla voitaisiin muovata muun muassa hyvän arvopaperimarkkinatavan sisältöä. Arvopaperimarkkinayhdistys (Corporate Governance -suositus) ja Keskuskauppakamarin yrityskauppala-takunta (Helsinki Takeover Code) ovat näyttäneet tietä alan itsesääntelyyn.

Jatkuvasti toimiva elin, millainen se olisikaan, tarvitsee luonnollisesti riittävät resurssit eli henkilöstön ja toimintarahoituksen.

Hallitusammattilaiset ry ei pidä asianmukaisena, että itsesääntelyelin toimisi Finanssivalvonnan alaisuudessa tai edes sen yhteydessä. Perustettavan uuden itsesääntelyelimen tulisi olla riippumaton ja sen tulisi muodostua arvopaperimarkkina-alan ammattilaisista. Hallitusammattilaiset ry ehdottaa, että kyseisellä elimellä voisi olla kolme perustehtävää: (1) nykyisen yrityskauppala-takunnan nyt hoitamat tehtävät, (2) hyvän arvopaperimarkkinatavan määrittäminen laajasti, siis myös yrityskauppatilanteiden ulkopuolella, sekä (3) Suomen listayhtiöiden Corporate Governance -koodin tulkinta, joka tällä hetkellä on jäänyt koodin antaneen Arvopaperimarkkinayhdistyksen omaksi tehtäväksi, vaikka kyseinen yhdistys ei ole tällaiseen toimintaan luonteva toimija.

* * *

Hallitusammattilaiset ry kiittää sille varatusta mahdollisuudesta lausua ehdotuksen johdosta.

Kunnioittavasti,

HALLITUSAMMATTILAISET RY

Tomas Lindholm
Puheenjohtaja

Olli V. Virtanen
Pääsihteeri