

19.8.2009



Valtiovarainministeriölle
toimitetaan sähköpostitse:
valtiovarainministerio@vm.fi

HALLITUKSEN ESITYS EDUSKUNNALLE LAIKSI ARVOPAPERIMARKKINALAIN MUUTTAMISESTA SEKÄ ERÄIDEN SIIHEN LIITTYVIEN LAKIEN MUUTTAMISESTA

Valtionvarainministeriö on antanut Euroclear Finland Oy:lle mahdollisuuden lausua luonnoksesta hallituksen esitykseksi Eduskunnalle laiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta sekä eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta (jäljempänä "Esitys"). Euroclear Finland Oy esittää lausuntonaan kunnioittavasti seuraavan:

1. Yleistä

Esityksessä mainittuja sääntelyn tavoitteita ja tehtyjen ratkaisujen perusteita voidaan pitää yleisesti asianmukaisesti perusteltuina. EFi esittää seuraavia yleisiä huomioita:

Luvanvaraisuudesta

Euroclear Finland Oy ("EFi") kannattaa Esityksessä pohjana olevaa ajatusta siitä, että ulkomaisen selvitysyhteisön tulee hakea suomalaiselta viranomaiselta lupa harjoittaessaan selvitystoimintaa rajan yli Suomeen tai sivuliikkeessä Suomessa.

Suomen arvopaperimarkkinoiden infrastruktuurin rakenne muuttuu olennaisesti keskusvastapuoliselvityksen tultua pääasialliseksi velvoitteiden määrittelyn menetelmäksi. Keskusvastapuolen roolia on pidettävä arvopaperimarkkinoiden toiminnan kannalta yleisesti merkittävänä. Huomionarvoista on, että tällä hetkellä ei ole olemassa yhtään kotimaista vaihtoehtoa keskusvastapuoleksi ja Euroopassa toimivia realistisia vaihtoehtoja on vain muutamia. Tämän johdosta on perusteltua, että viranomaisten roolia ja vastuuta selkiytetään infrastruktuuriketjun kokonaisuutta koskevan tehokkuuden, luotettavuuden ja turvallisen toiminnan varmistamiseksi ennakolta myös siinä tapauksessa, että Suomen markkinoiden kannalta olennaista toimintaa hoitaa ulkomainen selvitysyhteisö. Esityksen voidaan katsoa osaltaan selkiyttävän nykytilaa, jossa asiaa koskeva EU-tason sääntely käytännössä puuttuu.

EFi:n ja välittäjien roolin muutoksesta

EFi katsoo, että keskusvastapuolen käytön yleistyminen Suomen arvopaperimarkkinoilla johtaa siihen, että arvoketju pörssikaupasta sen toteutukseen loppuasiakastilille saakka monimutkaistuu. Nykytilassa pörssikaupat kirjataan automaattisesti suoraan EFi:n osapuolia sitoviksi

19.8.2009



EFi:n selvitysjärjestelmään, mikä on mahdollistanut sen, että kauppoja koskevien velvoitteiden toteutuminen on voitu varmistaa verraten yksinkertaisesti. Keskusvastapuolen käyttöönotto johtaa siihen, että EFi:llä ei ole keskusvastapuoliselvityksen kohteena olevista pörssikaupoista enää lainkaan tietoa vaan EFi:n järjestelmissä toteutetaan pikemmin yksittäisiä selvitysosapuolten ohjeistamia arvopaperisiirtoja kuin pörssikauppojen selvitystä. Arvopaperivälittäjien rooli tulee uudessa markkinamallissa korostumaan merkittävästi sen johdosta, että tämän tulee huolehtia asianmukaisista järjestelyistä pörssikaupoista syntyneiden velvoitteiden toteuttamiseksi uudessa toimintaympäristössä. Tämä tarkoittaa sitä, että välittäjä tarvitsee arvopaperikaupoista johtuvien velvoitteiden loppuunsaattamiseen nykyistä useampaa toimijaa, jolloin olennaista on varmistaa siitä, että välittäjän valitsemien palveluntarjoajien yhteistoiminta on asianmukaisesti järjestetty. Esityksessä mainittujen tavoitteiden saavuttamiseksi vaikuttaisi olevan tarpeellista arvioida, tulisiko lainsäädännön lisäksi antaa tarkempia menettelytapaohjeita, koska välittäjien valitsemilla menettelytavoilla tulee olemaan tavoitteiden toteutumiseksi vaihtoehtojen lisääntyessä entistä suurempi merkitys muun muassa sijoittajan suojan toteutumisen suhteen.

Velvollisuudesta hakeutua selvitysosapuoleksi

Esityksessä omaksuttua kantaa, jonka mukaan ulkomaisella selvitysyhteisöllä sekä tietyin edellytyksen myös muualla ulkomaisella yhteisöllä olisi velvollisuus hakeutua suomalaisen selvitysyhteisön osapuoleksi, voidaan pitää perusteltuna. Tällä vaatimuksella on mahdollista turvata Suomen arvopaperimarkkinan infrastruktuurin rakenteiden ja toiminnan läpinäkyvyyttä. Vaatimusta osapuoleksi tulemisesta voidaan pitää myös selvitystoimintaa koskevassa käytännössä (European Code of Conduct on Clearing & Settlement) omaksuttujen periaatteiden mukaisena.

Euroclear Finland toteaa, että osapuoleksi tulemisen vaatimuksella ei kuitenkaan voida sellaisenaan turvata kauppojen velvoitteiden toteutumista tai esimerkiksi sijoittajan suojan toteutumista, vaan nämä ovat riippuvaisia järjestelyistä pörssikauppojen velvoitteiden loppuunsaattamiseksi. Käytännössä transaktioketjun kokonaisuus muodostuu kriittiseksi ja tähän kokonaisuuteen kuuluu välittäjän lisäksi keskusvastapuolen osapuoli ja suomalaisen selvitysyhteisön osapuoli. EFi huomauttaa kuitenkin, että ulkomaisen selvitysyhteisön on Esityksen perusteella mahdollista ulkoistaa selvitysosapuolen toimintansa rajoituksetta. Tästä aiheutuu käytännössä se, että infrastruktuurin toiminta altistuu ulkoistusta koskevilta osin ulkoistuspalveluntarjoajan häiriöille.

Esityksessä ehdotetun Arvopaperimarkkinalain 4 a luvun 8 a §:ssä on otettu osapuoleksi hakemisen kriteeriksi se, että "velvoitteet toteutetaan

19.8.2009



säännöllisesti suomalaisessa selvitysyhteisössä". Tätä kriteeriä voidaan pitää yleisesti ottaen tulkinnanvaraisena. EFi toteaa lisäksi, että säännöksen noudattamisen valvonta on ainakin EFi:lle mahdotonta, koska sillä ei ole mahdollisuutta selvittää selvitysjärjestelmässä toteutettaviin selvitystapahtumiin liittyvien velvoitteiden alkuperää.

Valvonnan järjestämisestä

Esityksessä on omaksuttu kanta, jonka mukaan Finanssivalvonta valvoisi ulkomaisen selvitysyhteisön toimintaa Suomeen tai Suomessa. Ottaen huomioon keskusvastapuolen käyttöönoton aiheuttamat muutokset Suomen arvopaperimarkkinoiden toimintaan, voidaan valittua ratkaisua pitää perusteltuna koska tällä tavalla Finanssivalvonnalla säilyy tosiasialliset mahdollisuudet valvoa pääosa Suomen arvopaperimarkkinan kannalta relevantteja toimijoita. EFi haluaa kiinnittää kuitenkin Valtiovarainministeriön huomion siihen, että Esityksessä ei kuitenkaan ole sisällytetty Lain Finanssivalvonnasta 5 §:n mukaisen muun finanssimarkkinoilla toimivan tahon käsitteeseen ulkomaista selvitysyhteisöä tai muuta ulkomaista yhteisöä, minkä johdosta Finanssivalvonnan valvontavaltuuksien ei kuitenkaan voida jatkossa katsoa enää kohdistuvan kaikkiin merkittäviin toimijoihin.

Keskusvastapuoliselvityksen aloittamisesta syksyllä 2009

Keskusvastapuoliselvityksen laajempaan käyttöön siirtymisen valmistelun yhteydessä on havaittu, että keskusvastapuoliselvitykseen liittyvillä menettelytavoilla on merkitystä velvoitteiden toteuttamisen yhteydessä esimerkiksi sijoittajansuojaa koskeviin kysymyksiin, joita ei EFi:n näkemyksen mukaan ole kaikilta osin lainsäädännössä nykyisin ratkaistu. EFi:n havaitsemat ongelmatilanteet liittyvät lähinnä osapuolen asiakasvarojen erotteluun ja maksukyvyttömyystilanteeseen. Esimerkkinä voidaan todeta, että kaupintatilille kirjattujen arvo-osuuksien vajaustilanteessa sen määrittäminen, keille loppuasiakkaille arvo-osuudet kuuluvat ja missä suhteessa tällaiset arvo-osuudet toimitetaan asiakkaille ja suhteessa konkurssipesään. EFi:n katsoo, että kaikkia näitä kysymyksiä ei ole välttämättä mahdollista ratkaista lainsäädäntöä alemman tason sääntelyllä.

2. Yksityiskohtaisia havaintoja

Edellä mainittujen yleisten havaintojen lisäksi EFi esittää seuraavia yksityiskohtaisia havaintoja Esityksestä:

Hallintarekisteröinnistä

Esityksen sivuilla 47 ja 50 on todettu, että sääntelyn tavoitetta kustannushyötyjen saamiseksi ei voida täysimääräisesti saavuttaa

19.8.2009



ulkomaista keskusvastapuoli –selvitysmallia käyttämällä, jollei arvopaperien suoran omistuksen järjestelmää kehitetä kohti moniportaista omistusrakennetta siten, että se sallittaisiin myös suomalaisille sijoittajille. EFi:n näkemyksen mukaan Esityksessä esitetyn väitteen tueksi ei kuitenkaan ole esitetty minkäänlaisia perusteluja sille, että hallintarekisteröinti tehostaisi olennaisesti markkinan toimintaa kokonaisuudessaan. Huomionarvoista on, että osapuolten tulisi moniportaisessa mallissa ylläpitää omia järjestelmiään, jossa loppuasiakaskohtaista alakirjanpitoa ylläpidetään. Ennen kuin näiden järjestelmien vaatimukset on asetettu, on EFi:n näkemyksen mukaan mahdotonta arvioida moniportaisuuden vaikutusta loppuasiakkaan näkökulmasta.

Selvitysyhteisön säännöt

Esityksen mukaan selvitysyhteisön säännöissä tulisi ottaa kantaa siihen, mitä vaatimuksia asetetaan sellaiselle selvitysosapuolelle, joka toimii asiamiehenä toisen selvitysosapuolen lukuun tai jonka määrittämät arvopaperikaupoista johtuvat velvoitteet toteutetaan selvitysyhteisössä. EFi:n näkemyksen mukaan lähtökohtana selvitysyhteisön toiminnassa on, että osapuolia kohdellaan yhdenvertaisesti. Esimerkiksi keskusvastapuolen toiminnalla selvitysosapuolena saattaa olla erityispiirteitä, joiden perusteella tätä koskien on aiheellista antaa erityisiä määräyksiä selvitysyhteisön säännöissä. Tästä johtuen EFi pitää perusteltuna asian selkiyttämiseksi että lainsäädännön tasolla mahdollistetaan nimenomaisesti tällaisten määräysten asettaminen Esityksen mukaisesti.

Sen sijaan EFi ei pidä välttämättömänä että selvitysyhteisön säännöissä määrättäisiin selvitysosapuolelle asetettavista määräyksistä milloin tämä toimii asiamiehenä toisen selvitysosapuolen lukuun, koska kyseessä on tällöin EFi:n näkemyksen mukaan toimintojen ulkoistamisesta, josta huolimatta toimintojen ulkoistaja vastaa toimintansa osalta sitä koskevien vaatimusten täyttämisestä. Sen sijaan EFi pyytää harkitsemaan, voitaisiinko selvitysosapuolen toimintojen ulkoistamisesta säätää lain tasolla siten, että selvitysosapuoli voisi ulkoistaa toiminnan kannalta merkittäviä toimintojaan vain toiselle selvitysosapuolelle. Tällä varmistuttaisiin EFi:n näkemyksen mukaan siitä, että ulkoistuspalvelujen tarjoaja täyttäisi olennaiset vaatimukset, koska sen tulee täyttää nämä vaatimukset jo osapuoliasemansa perusteella. Vastaava lähestymistapa on otettu rahoitusvälineiden markkinat –direktiivin implementoinnin yhteydessä Lain Sijoituspalveluyrityksistä 30 §:ään sijoituspalveluyritysten osalta. Lisäksi ulkoistuspalveluita koskevia määräyksiä on mm. sijoituspalveluyritysten osalta Finanssivalvonnan standardissa. Vastaava lähestymistapa olisi EFi:n näkemyksen mukaan perusteltu myös selvitysosapuolen toimintojen ulkoistamisen osalta.

Julkisen kaupankäynnin luotettavuus ja sijoittajansuoja

19.8.2009



Arvopaperimarkkinalain 3 luvun 26 §:n perusteluissa on todettu, että "Julkisen kaupankäynnin luotettavuuden arvioinnissa olisi otettava huomioon esimerkiksi sijoittajien etujen suojaaminen". Vastaavaa toteamusta ei ole kuitenkaan sisällytetty kyseisen luvun 21 §:n yhteyteen. Ratkaisua voidaan pitää perusteltuna, koska sijoittajansuojan toteutumisen varmistaminen kuuluu välittäjien toimintaan kun taas infrastruktuuripalvelujen tarjoajien tehtävänä on pikemmin luoda turvalliset, luotettavat ja tehokkaat järjestelyt välittäjien ja osapuolensa käyttöön. Käytännössä välittäjien tehtäväksi jää käyttää infrastruktuuripalveluja tavalla jolla osaltaan varmistutaan julkisen kaupankäynnin luotettavuuden ylläpitämisestä.

Nettoutuksen sitovuus, peruuttamattomuus ja selvityksen lopullisuus

Esityksen sivulla 63 on todettu selvitysyhteisön sääntöjen olevan merkittävässä asemassa arvioitaessa esimerkiksi maksun ja arvopaperisiirron peruuttamattomuutta ja määrittämisen lopullisuutta. EFi:n näkemyksen mukaan keskusvastapuolen säännöissä määrätään pikemmin nettoutuksen sitovuudesta keskusvastapuolen osapuolen maksukyvyttömyystilanteessa kun taas suomalaisen selvitysyhteisön (ts. EFi:n) säännöissä määrätään siirtomääräysten peruuttamattomuudesta (irrevocability) sekä toimituksen (settlement) lopullisuudesta (finality). Tämän johdosta voi syntyä tilanteita, jossa nettoutus saisi osapuolen maksukyvyttömyydessä suojaa keskusvastapuolen sääntöjen mukaan mutta saman osapuolen ollessa myös suomalaisen selvitysyhteisön osapuoli, määritetyn nettovelvoitteen toteuttamista ei voitaisi tehdä, ellei siirtomääräyksiä olisi ohjeistettu suomalaisen selvitysyhteisön järjestelmään peruuttamattomasti. Tilannetta ei voida pitää systeemiriskin hallitsemisen kannalta kaikilta osin tyydyttävänä. EFi:n näkemyksen mukaan näitä asioita tulee arvioida kokonaisuutena viimeistään implementoitaessa selvityksen lopullisuutta koskevan direktiivin muutosta Suomen lainsäädäntöön.

Keskusvastapuoliselvitykseen siirtymisen yhteydessä Suomen arvopaperimarkkinoille tullee muodostumaan useita eri variaatioita siitä, miten arvoketju tulee muodostumaan, mikä osaltaan tekee haasteelliseksi yhteen sovittaa tavoitteet sijoittajan suojan ja systeemiriskin hallinnan turvaamiseksi.

Lisätietoja lausunnostamme antaa Jorma Yli-Jaakkola, puhelin 020 770 6574, jorma.yli-jaakkola@euroclear.eu.

EUROCLEAR FINLAND OY

Seppo Rantanen
toimitusjohtaja