



SUOMEN PÄÄOMASIOITUSYHDISTYS RY
THE FINNISH VENTURE CAPITAL ASSOCIATION

Valtiovarainministeriö lausuntopyyntö: VM004:00/2009

Suomen pääomasijoitusyhdistys ry ("FVCA") kiittää lausuntopyynnöstä ja haluaa sen johdosta lausua seuraavaa:

1. YLEISTÄ

FVCA pitää hyvänä, että lakimuutoksen tavoitteena on arvopaperimarkkinalainsäädännön selkeyttäminen ja ymmärrettävyyden parantaminen. On hyvä yhtenäistää käsitteistöä, määritelmiä ja kirjoitustapaa. Ehdotuksessa on rakennetaan aiempaa systemaattisempi sääntelykokonaisuus: täysin uusi rakenne, jossa eri asiakokonaisuudet erottuvat nykyistä paremmin ja EU-sääntelyn rakennetta enemmän heijastaen.

Toimivat pääomamarkkinat ovat tärkeä osa talouden infrastruktuuria ja yksi tunnuspiirre on toimivat listautumismarkkinat. Pääomasijoittamiselle listautuminen on tärkeä irtautumiskeino yrityskauppojen rinnalla. Toimiala pitää erittäin hyvänä, että listayhtiöiden hallinnollisen taakan keventämien on otettu myös tämän esityksen tavoitteeksi. Yleisperusteluiden johdannossa todetaan, että lainsäädännön kokonaisuudistuksella voidaan edistää suomalaisten yhtiöiden listautumishalua ja alentaa sen kynnystä. Listautuminen voidaan tehdä houkuttelevaksi keventämällä esimerkiksi pienten yhtiöiden listautumisesta aiheutuvaa hallinnollista taakkaa sekä selkeyttämällä listayhtiönä toimimiseen liittyvää sääntelykokonaisuutta. Pääomasijoitusyhdistys haluaa todeta, että valmistelussa olevien direktiivien puitteissa lainsäätäjän olisi tutkittava tarkasti miten kasvu-uralla olevin pienempien ja keskisuurten listayhtiöiden listautumista voitaisiin helpottaa ja edesauttaa. Esitetyssä lakiehdotuksessa on kuitenkin vain varsin harvoja hallinnolliseen taakkaan liittyviä uudistusehdotuksia, eivätkä nekaan ole olennaisia.

On erittäin hankalaa arvioida hyvää markkinatapa ja sen sisältöä, koska tässä kohdin Suomen markkinoita voidaan pitää vielä hyvin nuorena ja kehittymättöminä. Nyt rajanvetoa on jossain määrin haettu oikeuskäytännössä. Hyvän markkinatavan määrittämisestä olisi käytävä aktiivista dialogia eri markkinaosapuolten ja Finanssivalvonnan välillä. Olisi erityisen tärkeää, että myös tutkivaviranomaiset ja syyttäjälaitos perehtyisivät hyvään arvopaperimarkkinatapaan ja ottaisivat aktiivisesti osaa dialogiin sen määrittämiseksi. Resurssien niukkuus huomioiden tämän olisi kaikkien osapuolten edun mukaista. FVCA:n näkemyksen mukaan ratkaisua on hankala hakea lainsäädännön tasolta ja lisäksi selvennys hyvään markkinatapaan on saatava nopeasti.

Lisäksi yhdistys haluaa korostaa, että on taattava Finanssivalvonnan riittävä asiantuntemus, jotta pystytään erottamaan normaaleista yrityselämän tunnusmerkeistä tutkimis- ja syytekynnyksen ylittyminen. Sanktioiden koventaminen on syytä nostaa esille vasta kun mahdolliset ongelmakohdat on tunnistettu ja määritelty.

FVCA pitää esitystä itsesääntelystä hyvänä, mutta toimialan näkemyksen mukaan itseääntelymekanismilla voitaisiin antaa suosituksia laajasti myös muistakin alueista.

2. YKSITYISKOHTAISET PERUSTELUT

2.1. Sisäpiirintiedon määritelmä AML 10:2

Ehdotuksen mukaan ”Sisäpiirintiedolla tarkoitetaan säännellyllä markkinalla tai monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevaa rahoitusvälineeseen liittyvää luonteeltaan täsmällistä tietoa, jota ei ole julkistettu tai joka muuten ei ole ollut markkinoilla saatavissa ja joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun rahoitusvälineen tai siihen liittyvien rahoitusvälineiden arvoon”.

Sisäpiirintiedon väärinkäytöstä on saatu jossain määrin oikeuskäytäntöä, joka on helpottanut säädösten käytännön tulkintaa ja on varmasti lisännyt kaikkien markkinaosapuolten asiantuntemusta asiassa. On kuitenkin valitettavaa, jos ko. lainkohdan tulkinta täsmentyy ja kehittyy vain ja ainoastaan järeimmällä mahdollisella tavalla rikosprosessien kautta. Suomen markkinoiden ohuus, pieni koko ja toimivuus huomioiden on toivottavaa, että raja sallitun ja kielletyn välillä voisi tarkentua myös muiden prosessien kautta. Listayhtiöissä koetaan vaikeaksi määritellä, milloin tieto muodostaa sisäpiirin tietoa ja milloin se kypsyi julkistettavaksi. Myös säännösten hajanaisuus (esimerkiksi lait, Finanssivalvonnan standardit, pörssin ohjeet) hankaloittaa nykyisellään asian tulkintaa ja oikeiden toimintatapojen löytämistä.

Näin ollen on tärkeätä, että lain perusteluihin otetaan selkeästi nykyistä enemmän tulkintaohjeita sisäpiiri- ja tiedotuskysymyksiä koskevien säännösten osalta. Tämä helpottaisi listayhtiöiden hallinnollista taakkaa olennaisesti ja edistäisi siten välillisesti myös listautumiskynnyksen alentamista. Lain perusteluissa voisi jo nyt käyttää olemassa olevasta oikeuskäytännöstä saatua kokemusta.

2.2. Moniportainen hallintajärjestelmä/suomalaisten osakkeenomistajien hallintarekisteri (laki arvopaperitileistä)

FVCA pitää ehdotusta moniportaisen hallintajärjestelmän käyttöönotosta sekä hallintarekisteröinnin sallimisesta myös suomalaisille sijoittajille arvopaperien suoran hallinnan lisäksi hyvänä. FVCA on samaa mieltä työryhmän ja professori Liljeblomin kanssa siitä, että arvopaperien moniportaiseen hallintajärjestelmään siirtyminen ja hallintarekisteröinnin salliminen suomalaisille sijoittajille poistavat rakenteellisen kilpailuhaitan, joka heikentää merkittävästi suomalaisten pääomamarkkinoiden houkuttelevuutta sekä lisää markkinoiden rakenteellisia eroja muihin eurooppalaisiin markkinoihin verrattuna. FVCA:n näkemyksen mukaan Suomen on toimittava tässä muiden keskeisten eurooppalaisten maiden mallien mukaisesti. FVCA ei myöskään ole

löytänyt esitetystä mallista suoria ongelmia ja näin ollen perusteluja vastustaa hallintajärjestelmän käyttöönottoa ei ole. Muiden valtioiden kokemusten perusteella ei myöskään ole havaintoja siitä, että käytetty järjestelmä lisäisi harmaata taloutta.

2.3. Tiedonantovelvollisuus AML III osa luvut 4-8

Tiedonantovelvollisuutta koskevia määräyksiä, erityisesti kohdeyhtiön määritelmää (AML 7:3), soveltamisalan rajausta (AML 7:2) ja liputusvelvollisuudentäsmennystä (AML 7:6) FVCA pitää hyvänä ja selventävänä.

Kuitenkin monia keskeisiä kysymyksiä jää auki, siis itsesääntelyn varaan. Tavallaan tämä voi olla markkinoiden joustavuuden kannalta hyvä asia (esimerkiksi huolellisuusarvioinnissa), edellyttäen että arvopaperimarkkinoille saadaan pian toimiva itsesääntelyelin.

Lisäksi FVCA haluaa tuoda esille myös pienten- ja keskisuurten yhtiöiden kohdalla kevyemmän IFRS:n käyttöönottoon liittyvän selvittämiseen. EU:ssa esille noussut tarve keventää pienempien listayhtiöiden raportointivelvollisuuksia, olisi hyvä pitää esillä ja mahdollisuuksien mukaan toteuttaa mahdollisimman pian.

2.4. Vahingonkorvaus (AML 13 luku)

Säännöksessä ei yleisesti ottaen tavoitella korvausvastuun tiukentamista tai rajoittamista nykyisestä. Vahingonkorvaussääntely on jaoteltu kolmeen ryhmään:

- Arvopaperimarkkina- ja uusissa laeissa rahoitusvälineiden kaupankäynnistä, arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta ehdotetaan säädettäväksi tahallisuuteen ja tuottamukseen perustuvasta vahingonkorvausvastuusta.
- Arvopaperitileistä ehdotetaan säädettäväksi tahallisuuteen ja tuottamukseen perustuvasta vahingonkorvausvastuusta.
- Sijoituspalvelulaissa ehdotetaan pääosin seurattavaksi luottolaitostoiminnasta annetussa laissa säädetyn kaltaista vahingonkorvausvastuuta, johon sisältyvät muun muassa säännökset tuottamusolettamasta.

Korvausvastuun perusteissa (AML 13:1) viitataan hyvään markkinatapaan, mutta sen tarkemmin ei ole määritelty, mistä näkemystä hyvään markkinatapaan on mahdollista hakea. Sisältö määräytyy yksityiskohtaisen normin puuttuessa ensisijaisesti markkinakäytännössä, sen käytänteissä, yksittäisessä sopimussuhteessa ja oikeustoimessa. Tässä kohdin ongelmana on hiljaiset markkinat, jolloin ei ole syntynyt laajasti hyväksyttyä tapaa. Hyvän markkinatavan määrittelyyn tarvitaankin avointa ja aktiivista dialogia kaikkien markkinaosapuolten välillä. Tähän keskusteluun tarvitaan myös Finanssivalvontaa ja muita viranomaisia. Hyvä markkinatapa ei ole järkevä määritellä vain oikeuskäytännössä ja tämä olisi kaikkien osapuolten kannalta jopa vahingollista.

FVCA suhtautuu varauksellisesti siihen, että hyvä arvopaperimarkkinatapa nostetaan vahingonkorvauksen synnyttäväksi yleiseksi periaatteeksi. Hyvän markkinatavan sisältö ei ole selvitettävissä kovinkaan selkeästi, verrattuna esimerkiksi osakeyhtiölain (624/2006) 1. luvussa tarkoitettuihin yhtiöoikeudellisiin periaatteisiin, joten tällainen ratkaisu olisi oikeusvarmuuden kannalta huono.

Lakiehdotuksessa ei luetella yksittäisiä soveltamisalaan kuuluvia tahoja, vaan ehdotuksen tarkoittama henkilöpiiri on laaja. FVCA pitää erityisen hyvänä henkilöpiirin määrittelyyn liittyvää kohtaa yksityiskohtaisissa perusteluissa (s.161), jossa todetaan, että kyseiset tahot voivat olla vastuun kohdentamisen kannalta erilaisessa asemassa ja muun ohella ”pörssiyhtiöiden sekä muiden liikkeeseenlaskijoiden ja yhteisöjen johtohenkilöiden ja työntekijöiden tähän lakiin perustuva korvausvastuu voi tulla kyseeseen vain, jos vahingon on aiheuttanut asianomaisen luonnollinen henkilö rikkomalla tätä lakia, sen nojalla annettuja säännöksiä tai määräyksiä taikka lain soveltamisalaan liittyviä Euroopan Unionin asetuksia ja edellyttäen, että rikotussa säännöksessä asetetaan kyseiselle henkilölle nimenomainen toimimisvelvollisuus”. Tämä säännös on toimijoiden kannalta tilannetta hyvin selventävä täsmennys ja lisää ennakoitavuutta. Selkeyden vuoksi olisi kuitenkin tarpeen täsmentää, mitä Euroopan Unionin asetuksia tässä tarkoitetaan, nyt perusteluissa esitetään vain esimerkkejä.

FVCA pitää sijoituspalvelulakiin lisättävää tuottamusolettamaa poikkeuksellisen vastuurakenteena. Muutos on varsin merkittävä ja esimerkiksi osakeyhtiölaissa tuottamusolettama ulottuu vain lähipiiriin. Työryhmän esityksessä vastuu ulottuu myös hallituksen jäseniin, jotka ovat käytännön tasolla ulkopuolisia. Kynnys osallistua hallitustyöskentelyyn nousee suhteettoman korkeaksi, jos esitys toteutuu. Lisäksi kustannus riskistä siirtyy asiakassuhteeseen. FVCA:lle ei ole myöskään selvää, miksi työryhmä esittää kyseistä säännöstä. Vertaus luottolaitoslakiin ontuu, koska niitä ja sijoituspalveluurityksiä koskeva sääntely on yksityiskohtaisuudessaan aivan erilaista. Jos tehdään näinkin merkittävä muutos, se olisi perusteltava vakuuttavasti.

2.5 Hallinnolliset seuraamukset (laki Finanssivalvonnasta annetun lain muuttamisesta)

Hallinnollisia seuraamuksia koskeva kohta uudistetaan kokonaisuudessaan ja seuraamuksia ankaroitetaan. Finanssivalvonnan hallinnollisen seuraamusjärjestelmän piiriin kuuluisivat jatkossa määräyksen tehosteena toimivan uhkasakon lisäksi rikemaksu, julkinen varoitus ja seuraamusmaksu. Rikemaksun ja seuraamusmaksun enimmäismäärää ehdotetaan korotettavan moninkertaiseksi nykyisestä ja niiden käyttöalaa laajennettavan nykyistä selvästi laajempaan joukkoon säännösten rikkomuksia. Lievin esitetty keino on esityksessä määräyksen tehosteena toimiva uhkasakko. Nykyisessä järjestelmässä lievin ja samalla myös käytetyin keino on ollut julkinen huomautus. Finanssivalvonta ei ole määrännyt yhtäkään seuraamusmaksua.

Työryhmän ehdotuksessa myös lievimmän keinon rinnalle asetetaan tehosteeksi uhkasakko, FVCA ihmetteleeekin säännökseen liittyvää seuraamusten huomattavaa koventamista. Käytännössä ei ole esiintynyt ongelmia, joihin olisi tarve hakea ratkaisua

seuraamusten koventamisen kautta. Näin ollen esitetty ehdotus on perusteltava. Nyt ehdotuksessa vain viitataan kansainväliseen vertailuun.

Työryhmän mukaan järjestelmän ankaroittamista puoltaa työryhmän tekemä kansainvälinen vertailu ja vastaavaa lopputulemaa osoittavat komission tuoreet selvitykset. Vaikka EU-tasolla olisikin pitkän tähtäimen tavoitteena vastuun ankaroittaminen, Suomen ei ole syytä toteuttaa toimenpiteitä ennakoivasti. Päättävänä täytyy olla varmistaa suomalaisten markkinoiden kilpailukyky alati kovenevassa kansainvälisessä kilpailussa. Työryhmän esityksen tavoitteissa painotetaan arvopaperimarkkinoiden kilpailukykyyn edistämistä. Tavoitteeksi asetetaan lainsäädäntö, joka turvaa kilpailukykyisen toimintaympäristön sekä suomalaisille että ulkomaisille toimijoille ja sitä kautta mahdollisimman laajan ja hyvin kilpaillun palvelujen ja tuotteiden tarjonnan Suomessa. Seuraamusten ankaroittaminen ennakoiden tulevaa EU-sääntelyä ei palvele tässä kohdin asetettuja tavoitteita.

2.6 Yrityskauppautakunta

Yrityskauppautakuntaa on arvioitu tarkemmin muistion liitteessä (liite 2 Muistio: Keskuskauppakamarin yrityskauppautakunnan tulevaisuus ja sen vaihtoehdot). Muistiossa todetaan, että markkinaosapuolten kesken ei vallitse yhteisymmärrystä yrityskauppautakunnan toiminnan jatkamisen edellytyksistä. FVCA:n näkemyksen mukaan yrityskauppautakunnan tulisi jatkaa toimintaansa, mutta yhdistyksellä ei ole kantaa tuleeko yrityskauppautakunnasta olla erityinen maininta laissa eikä yhdistys ota kantaa ehdotettuihin toimintamalleihin. Pääomasijoitustoimiala haluaa kuitenkin korostaa, että hyvä arvopaperimarkkinatapa on uudistuksessa niin keskeisessä roolissa, että sen legitimoimiseksi on oltava yrityskauppautakunnan tapainen kaikki markkinaosapuolet kokoava riippumaton elin, jonka asiantuntemus on osapuolten tunnistettava ja tämä olisi järkevää myös resurssimielessä. Elinen toiminnan on oltava tavoitteellista ja aktiivista sekä sen on edustettava riittävää asiantuntemusta ja resursseja, jotta toiminnan tehokkuus voidaan taata. Lautakunnan osallistumisesta markkinakäytännön muovaamiseen ja kehittämisen ei myöskään ole syytä tehdä liian muodollista ja raskasta. FVCA haluaa tuoda esille esimerkkinä Ruotsin, jossa yrityskauppautakuntatyypinen käytäntö toimii hyvin. Ruotsissa myös viranomaiset elimet ovat hyväksyneet varsin keskustelevalta ilmapiiriltä ja tällainen malli olisi syytä saada myös Suomeen.

Helsingissä 6.5.2011

Krista Rantasaari
Pääsihteeri
Suomen pääomasijoitusyhdistys ry

Artturi Tarjanne
Puheenjohtaja
Suomen pääomasijoitusyhdistys ry

WTC, Aleksanterinkatu 17, 00100 Helsinki
040 535 0744, krista.rantasaari@fvca.fi