

Valtiovarainministeriö
valtiovarainministerio@vm.fi

tiedoksi: anu.pietarinen@vm.fi

Viite: Lausuntopyyntö VM004/00/2009–24.2.2011

ARVOPAPERIMARKKINALAINSÄÄDÄNNÖN KOKONAISUUDISTUS -TYÖRYHMÄN MUISTIO, VM004:00/2009

Valtiovarainministeriö on pyytänyt 24.2.2011 päivätyllä lausuntopyynnöllä NASDAQ OMX Helsinki Oy:n (**"Pörssi"**) lausuntoa Arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistus -työryhmän muistioista. Pörssi esittää kunnioittavasti seuraavaa:

1. Yleistä

1.1 Suomen arvopaperimarkkinalainsäädännön uudistamistarve

Suomen arvopaperimarkkinalainsäädännön tarkistamiselle on selkeä tarve, sillä arvopaperimarkkinat ovat kehittyneet ja kansainvälistyneet voimakkaasti ajasta, jolloin Suomessa säädettiin nykyisin voimassaoleva arvopaperimarkkinalaki (495/1989, muutoksineen jäljempänä **"AML"**). Kehitykseen on viime vuosina vaikuttanut merkittävästi markkinaosapuolten kansainvälistyminen ja yhdistyminen kustannussäästöjen hyödyntämiseksi entistä suuremmiksi yksiköiksi ja kohti yhtenäisiä harmonisoituja markkinoita. Viime vuosina Euroopan Unionista (jäljempänä **"EU"**) johdetun lainsäädännön määrä on lisännyt merkittävästi alaa koskevaa kotimaista sääntelyä ja tuonut Suomen sääntelyyn mukaan uusia piirteitä. EU-lainsäädännön nopeatempoisuus on vaatinut kansalliselta lainsäätäjältä nopeaa reagointia muuttuvaan sääntelykehikkoon ja säännösten nopeaa implementointia kansalliseen lainsäädäntöön. Arvopaperimarkkinalainsäädäntöön tehdyillä osittaisuudistuksilla ei välttämättä ole aina parhaalla mahdollisella tavalla kyetty varmistamaan lainsäädännön yhtenäisyyttä ja markkinoiden toimivuutta. Näin nykyinen arvopaperimarkkinalainsäädäntö onkin rakenteellisesti hajautunutta ja sisältää osittain keskenään vaikeasti yhteen sovitettavia ja epäselviä määritelmiä sekä monimutkaisia viittauksia, minkä johdosta lait ovat osin vaikealukuisia.

Edellä todetun johdosta nykyisen arvopaperimarkkinalainsäädännön rakenteelliselle ja sisällölliselle uudistamiselle on selkeä tarve. Uudistamisessa keskeisintä on varmistaa Suomen arvopaperimarkkinoiden tehokkuus, ennakoitavuus ja kansainvälinen kilpailukyky laajentuvassa globaalissa kilpailussa ja edesauttaa suomalaisten arvopaperimarkkinoiden houkuttelevuutta sijoittajille.

1.2 Kokonaisuudistuksen tavoitteet

Valtiovarainministeriön 2.2.2009 asettaman työryhmän tehtävänä oli valmistella ehdotukset uudeksi arvopaperimarkkinalaiksi, arvopaperien säilyttämistä koskevaksi lainsäädännöksi, arvo-osuuslainsäädäntöä koskeviksi muutoksiksi sekä muiksi tarvittaviksi säädöksiksi (jäljempänä **'Kokonaisuudistus'**). Kokonaisuudistuksen tavoitteet arvopaperimarkkinalainsäädännön selkeyden ja ymmärrettävyyden parantamisesta, arvopaperimarkkinalainsäädännön kilpailukyvyyn lisääntymisestä, listayhtiöiden hallinnollisen taakan keventämisestä, vahingonkorvausvastuuta koskevien säännösten selkeyttämisestä, arvopaperimarkkinoiden valvonnan ja hallinnollisen seuraamusjärjestelmän tehostamisesta ja sijoittajansuojan aukkojen poistamisesta ovat kaikki Pörssin näkökulmasta kannatettavia.

Edelleen, arvopaperipörssiä ja monenkeskistä kaupankäyntijärjestelmää koskevan sääntelyn tarkistamiseen liittyvä Kokonaisuudistuksen tavoite markkinapaikkojen säilymisen helpottamisesta Suomessa on elintärkeä. Pörssin näkemyksen mukaan tavoitetta ei kuitenkaan saisi rajoittaa ainoastaan markkinapaikkojen säilymiseen Suomessa vaan tavoitteena tulisi olla nimenomaisesti sellaisen lainsäädännöllisen ympäristön luominen, jolla markkinapaikkojen toimintaa voidaan joustavasti kehittää. Uudistettavan lainsäädännön on edistettävä kotimaisten markkinapaikkojen kilpailukykyä ja tuettava markkinapaikkojen toiminnan tehostamista. Onkin tärkeää, että Kokonaisuudistuksen yhteydessä säädettävissä uusissa laeissa vältetään perusteettomia kansallisia poikkeuksia EU-sääntelyyn ja hyödynnetään nykyistä enemmän EU-sääntelyn antamat mahdollisuudet.

Pörssi toteaa, että työryhmän muistion mukaista Kokonaisuudistusehdotusta voi pitää lainsäädännön rakenteellisenä selkeytymisenä. Toivottavaa on, että ehdotettu rakenne mahdollistaa tulevaisuudessa muun muassa EU:sta johtuvien lakimuutosten toteuttamisen yksinkertaisemmin kuin nykyinen rakenne. Sen sijaan sisällöllisesti Pörssi olisi toivonut pidemmälle meneviä uudistusehdotuksia Kokonaisuudistukselle asetettujen tavoitteiden saavuttamiseksi. Edelleen, lainsäädännön mahdollisimman tarkoituksenmukaiseksi muuttamiseksi olisi jatkovalmistelun yhteydessä hyödyllistä saada selvitys siitä, miten ehdotus huomioi valtiovarainministeriön lausuntopyynnöllä 9.7.2008 (VM130:00/2007) markkinoilta ennen työryhmän työn aloittamista kerätyt arvopaperimarkkinalainsäädännön kehittämistarpeet ja muutosehdotukset.

1.3 Suomen pääomamarkkinat

Suomalaiset listayhtiöt ovat kansainvälisesti vertaillen suhteellisen pieniä joitakin poikkeuksia lukuun ottamatta. Vastaavasti suomalainen pääomamarkkina on suhteellisen pieni. Näistä syistä on tärkeää, että Suomessa on toimiva, tehokas ja kansainvälisesti kilpailukykyinen

markkinapaikka. Vain tällöin kotimaisilla - kansainvälisesti vertaillen suhteellisen pienillä yhtiöillä - on mahdollisuus hakeutua julkisen kaupankäynnin kohteeksi paikassa, jossa ne eivät huku suuryritysten joukkoon ja samalla saada siten ne edut, joista listayhtiöt voivat muun muassa läpinäkyvän raportoinnin ja listauksen tuoman laatuleiman johdosta saavuttaa. Lisäksi pienten ja keskisuurten yhtiöiden mahdollisuutta hakea rahoitusta pääomamarkkinoilta on kannustettava lainsäädännöllisin keinoin. Pörssisäätiön Pääomamarkkinatyöryhmä 2010–2011:n¹ mukaan kansainvälisesti 90 prosenttia kaikista listautuvista yhtiöistä listautuu edelleen kotimaidensa pörssiin.

Edellä mainittujen seikkojen lisäksi suomalaista pääomamarkkinaa voi luonnehtia poikkeuksellisen kansainväliseksi, sillä ulkomaisten osakkeenomistajien osuus suomalaisissa pörssiyhtiöissä on kasvanut 1990-luvun alusta lähtien voimakkaasti. Euroclear Finland Oy:n ("EFI") tilastojen mukaan 31.3.2011 noin 37,99 prosenttia arvo-osuusjärjestelmässä olevasta omistuksesta oli hallintarekisteröityjä omistuksia eli ulkomaalaisten osakkeenomistajien hallussa. EFI:n tilastojen mukaan ulkomaalaisomistuksen markkina-arvo arvo-osuusjärjestelmään kuuluvista osakkeista oli noin 70 miljardia euroa.² Suomalaisen markkinapaikan houkuttelevuutta listautumispaikkana myös ulkomaisille yrityksille tulisikin pyrkiä lisäämään.

Edelleen, suomalaisia tulisi kannustaa osakesijoittamiseen nykyistä enemmän. Pörssisäätiön Pääomamarkkinatyöryhmä 2010–2011:n mukaan³ suurin osa suomalaisten kotitalouksien varallisuudesta on yhä edelleen pankkitalletuksissa. Suomalaisista noin 15 prosenttia omistaa osakkeita vastaavan luvun ollessa esimerkiksi Ruotsissa yli 20 prosenttia. Osakesijoittamisen lisääntyminen kehittäisi Suomen pääomamarkkinoita ja edesauttaisi suoraan yhtiöihin tehtyinä sijoituksina yhtiöiden mahdollisuuksia investointeihin ja työpaikkojen luomiseen. Kasvava osakesijoittaminen tukisi Suomen kansantaloutta ja edistäisi hyvinvointia Suomessa. Samalla kotitaloudet voisivat saada parempia tuottoja sijoituksilleen.

Edellä olevaa taustaa vasten on myös tärkeää varmistaa Suomen markkinoiden pysyminen kilpailukykyisenä ja uskottavana markkinana sekä kotimaisten että ulkomaisten sijoittajien näkökulmasta. Tarpeetonta sääntelyä on vältettävä ja sääntelyssä tulisi hyödyntää entistä enemmän joustavaa ja vallitseviin olosuhteisiin nopeasti mukautuvaa itsesääntelyä.

1.4 Pörssin asema

Pörssin asema on muuttunut merkittävästi viimeksi kuluneina kymmenenä vuotena. Kilpailun kiristyminen on johtanut alan toimijoiden

¹ Pörssisäätiö: Kohti kansallista pääomamarkkinastrategiaa, 2011, s. 11.

² http://www.ncsd.eu/2091_FIN_ST.htm (10.5.2011)

³ Pörssisäätiö: Kohti kansallista pääomamarkkinastrategiaa, 2011, s. 5.

konsolidoitumiseen synergia- ja tehokkuusetujen hakemisen johdosta. Suomessa Pörssi on nykyisin osa kansainvälistä NASDAQ OMX - pörssikonsernia, johon kuuluvat myös muiden Pohjoismaiden pörssit Oslon arvopaperipörssiä (Oslo Børs) lukuun ottamatta.

Eurooppalaisten pörssien yhä haastavampi kilpailuympäristö juontuu osittain EU-sääntelystä kuten esimerkiksi Rahoitusvälineiden markkinat - direktiivin (*Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EY*, jäljempänä "**MiFID**") myötä avautuneesta markkinapaikkakilpailusta. MiFID:n johdosta Pörssin kilpailuasema on muuttunut merkittävästi kun perinteisen pörssitoiminnan lisäksi on tullut mahdolliseksi perustaa vaihtoehtoisia kauppapaikkoja. Osakekaupankäyntiä on siirtynyt merkittävästi lyhyessä ajassa näille vaihtoehtoisille kauppapaikoille, sillä ne pystyvät tarjoamaan jäsenilleen edullisempaa ja nopeampaa kaupankäyntiä kuin tiukemmin säädellyt perinteiset markkinapaikat. Esimerkiksi Lontoossa toimivilla monenkeskisillä kaupankäyntipaikoilla (*multilateral trading facility*, jäljempänä "**MTF**") on tällä hetkellä noin 30-35 prosentin osuus suomalaisten osakkeiden kaupankäynnistä. Ennen MiFID:n voimaantuloa MTF:ien markkinaosuus oli hyvin vähäinen. Osakekaupankäynnissä myös etävälittäjien osuus on kasvanut voimakkaasti. Myös tämän kehityksen valossa korostuu vaatimus siitä, että markkinapaikkaa koskeva sääntely on järjestettävä mahdollisimman tehokkaalla ja kansainvälisesti yhtenevällä tavalla.

Jäljempänä Pörssi lausuu tarkemmin eräistä Pörssin toimintaan vaikuttavista ja työryhmän muistioon sisältyvistä ehdotuksista. Ehdotetut säännökset koskien esimerkiksi Pörssin toimilupaviranomaista ja Pörssin sääntöjen vahvistusprosessia eivät Pörssin näkemyksen mukaan toteuta Kokonaisuudistukselle asetettuja tavoitteita markkinapaikkoja koskevan sääntelyn kilpailukyvyyn ja toimivuuden parantamisesta.

1.5 Arvopapereiden selvitys- ja säilytystoiminta

Kokonaisuudistuksen tavoitteena ollut arvopaperien selvitys- ja säilytystoiminnan tehostaminen ja kilpailun lisääminen ja arvopaperien moniportaisen hallintarakenteen käyttöönotto ovat kannatettavia tavoitteita. Pörssi kannattaa Suomessa nykyisin ainoana mallina käytössä olevasta arvopaperiomistusten keskitetystä säilyttämisestä luopumista ja siirtymistä kansainvälisesti laajasti käytössä olevaan ja sijoittajien kustannuksia alentavaan moniportaiseen malliin, jossa pankit itse ylläpitävät tilejä, joille sijoittajien arvopaperiomistukset kirjataan ja joilla niitä säilytetään.

Moniportaisen arvopaperien säilytysmallin myötä Pörssi kannattaa arvopapereiden hallintarekisteröinnin sallimista myös suomalaisille sijoittajille. Moniportaiseen arvopaperien säilytysmalliin siirryttäessä on kuitenkin varmistuttava viranomaisten tiedonsaantioikeuden turvaamisesta. Huolimatta moniportaisen arvopaperien säilytysmallin käyttöönotosta, lienee kuitenkin ainakin alkuvaiheessa

tarkoituksenmukaista säilyttää sille vaihtoehtona mahdollisuus arvopaperien suoraan omistukseen. Näin Suomessakin olisi käytössä niin sanottu sekamalli vastaavasti kuten esimerkiksi Ruotsissa ja Tanskassa.

Työryhmän ehdottamaan moniportaiseen malliin siirtyminen edellyttää kuitenkin Pörssin näkemyksen mukaan vielä lisävalmistelua erityisesti omistuksen julkisuuden osalta.

1.6 Kansainvälisten vertailujen tarve

Yleisesti ottaen Pörssin näkemys on, että sisällöllisesti pidemmälle menevien Kokonaisuudistuksen tavoitteiden toteuttamiseksi työryhmän työskentelyssä olisi ollut syytä tehdä enemmän kansainvälistä vertailua. Kokonaisuudistuksen jatkovalmistelussa onkin tärkeää selvittää kansainvälinen käytäntö keskeisten ehdotusten perusteeksi ja vertailtavuuden parantamiseksi. Silloin kun työryhmän ehdotus poikkeaa kansainvälisestä mallista, eikä samalla toteuta Kokonaisuudistuksen tavoitteita muun muassa Suomen arvopaperimarkkinoiden kilpailukyvyin lisäämisestä, on ehdotuksia muutettava vastaamaan paremmin kansainvälisen kilpailun vaatimuksia. Edelleen, ehdotuksessa olisi selkeästi tuotava esiin ne erityiset, työryhmän ehdotuksesta nyt puuttuvat perustelut, kansallisesti tiukemmin säännellyille asiakokonaisuuksille. Kokonaisuudistuksessa on mainittu kansallisesti tiukemman sääntelyn säilyttämiselle olevan tarve vain niissä tilanteissa, joissa säilyttämiselle on olemassa jokin erityinen peruste. Kokonaisuudistuksen jatkovalmistelussa tällaiset erityiset perusteet olisi tuotava avoimesti esille. Samalla on vielä arvioitava niiden painavuus - ja erityissääntelyn tarpeellisuus.

Jäljempänä Pörssi lausuu yksityiskohtaisemmin edellä esiin nostetuista markkinapaikan tehokkaan toiminnan kannalta keskeisimmistä Kokonaisuudistukseen sisältyvistä työryhmän ehdotuksista.

2. Laki rahoitusvälineiden kaupankäynnistä

2.1 Pörssin toimilupa

Työryhmän muistiossa ei ole ehdotettu tehtäväksi muutoksia nykyisen AML:n mukaiseen sääntelyyn Pörssin toimiluvan myöntävästä viranomaisesta. AML 3:3.1:n mukaisesti valtiovarainministeriö myöntää Pörssin toimiluvan. Muissa Pohjoismaissa ja yleisesti myös muualla Euroopassa paikallisen pörssin toimiluvan myöntävä taho on kuitenkin kyseistä pörssiä valvova viranomainen. Tätä tukee työryhmän muistion sivulla 41 oleva taulukko, jossa on esitetty Ruotsin, Tanskan Iso-Britannian, Ranskan ja Saksan toimilupa- ja valvontaviranomaiset. Suomeen edelleen ehdotettava jaetun toimivallan malli eroaa kansainvälisestä linjasta. Tämä ei voi olla tarkoituksenmukaista.

Kansainvälisesti omaksuttu yhden lupaviranomaisen toimivallan malli on Suomessakin rahoitusosalalla pääsääntöisesti käytössä. Esimerkiksi

voimassa olevan sijoituspalveluyrityksistä annetun lain (26.10.2007/922) muutoksineen, jäljempänä ”**Sipalaki**”) 3 luvun 17 §:n mukaan sijoituspalveluyrityksen toimiluvan myöntää Finanssivalvonta. Saman lain 1 luvun 12 §:n mukaan Sipalain ja sen nojalla annettujen säännösten ja määräysten noudattamista valvoo Finanssivalvonta. Pörssin käsityksen mukaan Suomessa ei ole enää Pörssinkään osalta tarvetta kaksipuolaiselle toimilupamallille, jossa pörssitoimiluvan myöntää toinen viranomainen kuin toimintaa varsinaisesti valvova viranomainen.

Työryhmän muistiossa ehdotetusti Finanssivalvonta valvoisi Pörssiä nykyisen AML:n mukaisesti. Ehdotetussa uudessa laissa rahoitusvälineiden kaupankäynnistä (**”RahkaL”**) on nykyisen AML:n tapaan jo lain tasolla määritelty laajasti Pörssin toimintaympäristö, toiminnan puitteet ja näille asetetut vaatimukset. Pörssi katsoo rahoitusalan yleisen käytännön mukaisesti, että myös Pörssin toimiluvan myöntäjänä tulisi valtiovarainministeriön sijaan olla Pörssiä valvovana viranomaisena Finanssivalvonta. Valvonnan ja toimiluvan myöntämisen yhdistäminen samalle viranomaiselle edesauttaa asiantuntemuksen keskittymistä ja asioiden tehokasta ja joutuisaa hoitamista. Pörssin toimiluvan siirto Finanssivalvonnalle on luontevaa myös siksi, että Finanssivalvonnalle on laissa annettu määräyksenantovaltuudet. Näin Pörssin toimilupaa koskeva sääntely saatettaisiin myös laissa vastaamaan muiden Pohjoismaiden ja EU-maiden vastaavaa sääntelyä. Lainsäädännössä tulisi välttää ylimääräisiä hallinnollisia menettelyjä. Edellä olevan johdosta Pörssi katsookin, että ehdotetun RahkaL:n II osan 2 luvun 3 § on muutettava siten, että toimiluvan myöntävänä viranomaisena toimii Finanssivalvonta. Edelleen, työryhmän nykyisestä ehdotuksesta poiketen edellä mainitussa pykälässä käytetty termi ”pääkonttori” tulisi korvata epämääräisyytensä johdosta sanalla ”kotipaikka”.

Vastaavasti RahkaL:n muita Pörssin toimilupaan ja valtiovarainministeriön rooliin liittyviä pykäläiä tulisi muuttaa edellä oleva huomioiden.

2.2 Pörssin sääntöjen vahvistaminen

Työryhmän muistion mukaan Pörssin säännöt vahvistaisi RahkaL:n 2:23.1:n mukaan valtiovarainministeriö. RahkaL:n 2:23.2:n mukaan valtiovarainministeriön olisi ennen sääntöjen vahvistamista pyydettävä Finanssivalvonnan lausunto. Säännös vastaa nykyistä AML:ia. Muutoksena nykyiseen AML:iin työryhmä esittää, että valtiovarainministeriön vahvistusta ei tarvittaisi, jos Pörssin sääntöjen muutokset ovat merkitykseltään vähäisiä tai teknisiä. Pörssin olisi kuitenkin toimitettava ehdotetun RahkaL:n 2:23.4:n mukaan sääntöjen muutokset valtiovarainministeriölle ja Finanssivalvonnalle tiedoksi ennen niiden voimaantuloa.

Nykyinen ja työryhmän ehdotuksen mukainenkin sääntöjen vahvistamismenettely on raskas ja kansainvälisesti poikkeuksellinen. Edellä todetusti Pörssi on nykyisin osa yhtenäistä monen eri maan pörssin muodostamaa kokonaisuutta NASDAQ OMX -konsernia. Millään muulla

NASDAQ OMX -konsernin keskeisellä toiminta-alueella Pohjoismaissa ei paikallinen pörssi joudu hakemaan sääntömuutoksille viranomaishyväksyntää, vaan sääntömuutokset toimitetaan tiedoksi Finanssivalvontaa vastaavalle valvovalle viranomaiselle. Suomessa voimassa olevan sääntelyn mukaan Pörssi joutuu hankkimaan sääntömuutoksille valtiovarainministeriön hyväksynnän. Ennen hyväksynnän antamista valtiovarainministeriön on pyydettävä lausunto Finanssivalvonnalta. Käytännössä Finanssivalvonnalla on keskeinen rooli sääntömuutosten valmistelun yhteydessä, ja lausunnolla on varsin ratkaiseva merkitys vahvistusmenettelyssä. Näin ollen, Suomessa on tosiasiaassa käytössä kaksivaiheinen sääntöjen vahvistusmenettely, joka prosessina poikkeaa selvästi kansainvälisestä käytännöstä. Suomen tilanne hankaloittaa myös muiden NASDAQ OMX -konserniin kuuluvien pohjoismaisten pörssien toimintaa. Pitkälle harmonisoidut säännöt valmistellaan pohjoismaisella tasolla yhtäaikaaisesti, ja tässä yhteydessä järjestetään muun muassa markkinaosapuolten kuuleminen. Vain Suomen osalta on tässä prosessissa kuitenkin varattava lisää aikaa useampi kuukausi tarvittavien viranomaisprosessien hoitamiselle.

Myöskään MTF:ien sääntöihin ei kohdistu viranomaisvahvistusta. Tästä johtuen niiden on helpompi tuoda nopealla aikajänteellä markkinoille esimerkiksi uusia tuotteita ja uusia kaupankäyntitapoja. Tässä kilpailussa suomalainen Pörssi jää sääntömuutosten kaksivaiheisen viranomaismenettelyn johdosta väistämättä altavastajaan asemaan. Tilanne on epätydyttävä ja vähentää suomalaisen Pörssin ja Suomen arvopaperimarkkinoiden kilpailukykyä.

Pörssiä koskeva sääntely on niin nykysääntelyn kuin työryhmän ehdotuksenkin mukaan kattavaa. Ehdotettu RahKaL sisältää tarkat edellytykset Pörssin toiminnalle ja toiminnan järjestämiselle sekä määräyksen toimiluvan ehdoista ja siitä, mitä Pörssin sääntöjen on sisällettävä. Pörssiä valvoo ehdotuksen mukaan jatkossakin Finanssivalvonta ja ehdotus RahKaL:ksi sisältää säännökset siitä, miten viranomaiset voivat puuttua Pörssin toimintaan, mikäli se ei täyttäisi lain edellyttämiä vaatimuksia. Näin Pörssiä valvovalla viranomaisella eli Finanssivalvonnalla on jatkossakin tosiasiaassa mahdollisuus tarvittaessa puuttua Pörssin antamaan sääntelyyn Pörssin toimiluvan ehtojen jatkuvan valvonnan kautta.

Kansainvälinen käytäntö, Suomen pörssitoiminnan kilpailukykyyn turvaaminen ja Pörssiä koskeva kattava sääntely sekä viranomaisvaltuudet puoltavatkin sitä, että uudessa RahKaL:ssa voitaisiin Pörssin sääntöjen vahvistusmenettelystä luopua kokonaan. Tilalle otettaisiin muita pohjoismaita vastaava käytäntö sääntömuutosten toimittamisesta Finanssivalvonnalle ennen niiden voimaantuloa.

Mikäli Pörssin sääntöjen vahvistusmenettelystä ei vastoin edellä todettua voitaisi luopua kokonaan, tulisi sääntöjen vahvistusviranomaisen olla valtiovarainministeriön sijaan Finanssivalvonta. Finanssivalvonta

valvoo Pörssiä ja tuntee Pörssin toiminnan. Tätä asiantuntemusta olisi mahdollisimman tehokkaan ja joustavan sääntövahvistusprosessin mahdollistamiseksi käytettävä. Finanssivalvonta on taho, joka osallistuu jatkuvasti EU-tasoiseen viranomaisyhteistyöhön. Finanssivalvonta osallistuu muun muassa European Securities and Markets Authorityn (ESMA) kansainväliseen yhteistyöhön, jossa valmistellaan EU:n rahoitusmarkkinoille alemman asteista sääntelyä, jolla usein on läheinen yhteys pörssien antamaan omaan sääntelyyn. Lisäksi Finanssivalvonnalla on jatkuvaa yhteistoimintaa Pohjoismaiden vastaavien viranomaisten kanssa. Finanssivalvonnan toimiminen sääntöjen vahvistusviranomaisena myös tehostaisi viranomaisten resurssien kohdentamista ja vähentäisi nyt osaksi kahteen kertaan tehtävää työtä.

Sääntövahvistuksen siirtämistä valtiovarainministeriöltä Finanssivalvonnalle puoltaa myös työryhmän ehdottaman RahKaL:n 6:1, jota on tarkemmin käsitelty tämän lausunnon kohdassa 2.5 ja jonka mukaan luvan kaupankäynnin kohteena olevilla osakkeilla tehtyjen kauppojen tietojen julkistamisen lykkäämiselle antaa valtiovarainministeriön sijaan Finanssivalvonta. Mikäli valtiovarainministeriö on jatkossakin Pörssin säännöt vahvistava viranomainen, Pörssi joutuu hakemaan edellä mainituissa asioissa sekä Finanssivalvonnan luvan lykkäämiselle että valtiovarainministeriön vahvistuksen tarvittaville sääntömuutoksille, mitä ei voida pitää perusteltuna eikä tarkoituksenmukaisena.

Työryhmän esittämä muutos sääntövahvistusprosessiin merkitykseltään vähäisten tai teknisten sääntömuutosten tekemisestä ilman viranomaisvahvistusta, ei parantaisi olennaisesti tilannetta nykyisestä. Käytännössä tekniset ja vähämerkitykselliset sääntömuutokset on vaikea määritellä etukäteen. Tämä tarkoittaisi sitä, että jatkossa tulisi ensiksi arvioida viranomaisten kanssa, ovatko muutokset tällaisia työryhmän ehdotuksen mukaisia vähäisiä tai teknisiä. Mikäli vähäisyyskriteerit eivät täyty Pörssin olisi vielä käytävä sääntövahvistusprosessi valtiovarainministeriön kanssa. On arvioitavissa, että käytännössä suurin osa sääntömuutoksista käsiteltäisiin edelleen nykyisen lain mukaan kaksivaiheisesti. Lisäksi ne tilanteet, joissa muutoksia päädytään pitämään vähäisinä, ovat usein epäselviä ja vaativat selvittelytyötä. Ehdotettu muutos pysyttäisikin pääpiirteissään ennallaan nykyisen kaksivaiheisen sääntömuutosmenettelyn ja itse asiassa tuo siihen mukaan lisääntyvää prosessiepävarmuutta.

Edellä olevan johdosta ehdotetun RahKaL:n 2:23:n sääntövahvistusmenettelyä koskevia säännöksiä on muutettava siten, että Pörssin sääntöjen vahvistusmenettelystä luovutaan jatkovalmistelussa kokonaan, sillä työryhmän ehdotus pysyttää voimassa raskaan ja epätarkoituksenmukaisen hallinnollisen prosessin. Mikäli Pörssin sääntöjen vahvistusmenettelystä ei katsottaisi voitavan luopua kokonaan, tulisi sääntöjen vahvistusviranomaisen olla valtiovarainministeriön sijaan Finanssivalvonta. Nykyinen, ja myös työryhmän ehdottama, sääntely on kansainvälisestä käytännöstä poikkeavaa. Hallinnollisen lisätaakan,

kustannusten ja monivaiheisen menettelyn takia se haittaa suomalaisen markkinapaikan kilpailukykyä.

2.3 Kaupankäyntiosapuolen oikeudet ja Euroopan talousalueen ulkopuoliset toimijat

Ehdotetun RahKaL:n 2:29.3:n mukaan Pörssi saisi nykyisen AML:n mukaisesti valtiovarainministeriön määräämin ehdoin myöntää myös muulle kuin 1 ja 2 momentissa tarkoitettulle ulkomaiselle sijoituspalvelun tarjoajalle tai muulle henkilölle kaupankäyntiosapuolen oikeudet, mikäli oikeuksia hakeva taho täyttää laissa ja Pörssin säännöissä asetetut vaatimukset. Lisäedellytyksenä on Finanssivalvonnan tietojensaantioikeuden turvaaminen.

Käytännössä edellä mainittu säännös koskee erityisesti Euroopan talousalueen ulkopuolelta tulevia sijoituspalvelun tarjoajia ja se on osoittautunut ongelmalliseksi siitä syystä, että Pörssin ja sijoituspalvelun tarjoajien tiedossa ei ole etukäteen, millä valtiovarainministeriön määräämillä ehdoilla Pörssi voi kaupankäyntiosapuolen oikeudet myöntää. Tämä vähentää ennakoitavuutta ja on Pörssin kilpailukykyä alentava seikka.

Pörssi katsookin, että RahKaL:ssa olisi työryhmän ehdotuksen sijaan todettava, että Finanssivalvonta antaa määräyksen niistä ehdoista, joiden perusteella Pörssi voi myöntää kaupankäyntiosapuolen oikeudet tällaiselle sijoituspalvelun tarjoajalle. Tällainen Finanssivalvonnan määräys olisi näin etukäteen niin Pörssin kuin sijoituspalvelun tarjoajienkin tiedossa. Asiantila lisäisi Pörssin kilpailukykyä ja markkinoiden tehokasta toimintaa.

Edellä mainittu ehdotus koskee myös ehdotetun RahKaL:n 4:5:ää, sillä on tarkoituksenmukaista, että myös monenkeskisen kaupankäynnin järjestäjän oikeutta myöntää kaupankäyntiosapuolen oikeudet Euroopan talousalueen ulkopuolelta tulevalle sijoituspalvelun tarjoajalle koskevat vastaavat säännökset.

2.4 Kaupankäynnin keskeyttäminen

Työryhmän ehdotuksen mukaan uuden RahKaL:n 2:30:ssä säädettäisiin kaupankäynnin keskeyttämisestä muun muassa hyvän tavan vastaisen tai muuten sopimattoman menettelyn vuoksi. Nykyisen hyvän tavan vastaisen keskeytysperusteen lisäksi työryhmä ehdottaa kaupankäynnin keskeyttämisen olevan mahdollista myös muuten sopimattoman menettelyn vuoksi. Sitä mitä sopimattomalla menettelyllä tarkoitetaan, ei ehdotuksesta kuitenkaan selviä. Näin ollen kaupankäynnin keskeyttämissäännöstä tulkitessa on johtoa haettava uuden ehdotetun AML:n yleisistä säännöksistä.

Työryhmä on ehdottanut, että uuden AML:n 1:2:ssä säänneltäisiin hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesta ja sopimattomasta menettelystä.

Hyvän arvopaperimarkkinatavan ja sopimattoman menettelyn kieltö koskisi työryhmän ehdotuksen mukaan koko lain soveltamisalaa ja vaatimusta sovellettaisiin markkinoilla toimiviin ja toimintaan osallistuviin luonnollisiin ja oikeushenkilöihin. Työryhmä perustelee yleissäännöksen kirjaamista lakiin sillä, että se korostaa kaikkien arvopaperimarkkinoilla toimivien velvollisuutta noudattaa menettelytapoja, jotka ovat hyvän markkinatavan mukaisia ja jotka ovat sopusoinnussa arvopaperimarkkinalainsäädännön yksityiskohtaisten säännösten ja lainsäädännön tavoitteiden kanssa.

Sillä, mitä työryhmä sopimattoman menettelyn kiellolla uudessa AML:ssa tarkoittaa, ei työryhmän ehdotuksesta käy ilmi. Luonteensa vuoksi sen voi kuitenkin olettaa olevan varsin laajan käsitteen. Pörssi pitäisikin tarpeellisena, että mikäli hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisen menettelyn rinnalle lakiin tuodaan myös sopimattoman menettelyn käsite, joka vaikuttaa yllä olevasti esimerkiksi kaupankäynnin keskeyttämisen arviointiin, AML:n yksityiskohtaisiin perusteluihin lisätään maininta siitä, että yksityiskohtaisen normin puuttuessa sopimattoman menettelyn sisältö määräytyy, samoin kuin nykyisin voimassaolevassa laissa hyvän arvopaperimarkkinatavan sisältö, ensisijaisesti markkinoilla. Siten esimerkiksi Pörssin sääntöjen vastainen toiminta on katsottu hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaiseksi. Ilman mainittua lisäystä Pörssi joutuisi harkitsemaan esimerkiksi tilanteessa, jossa jokin välittäjä tai listayhtiö olisi menetellyt jossakin tietyssä asiassa sopimattomasti, tarvetta keskeyttää kaupankäynti vaikka ilmeisesti oikeampi menettelytapa olisi ryhtyä muihin toimenpiteisiin kyseistä välittäjää tai listayhtiötä kohtaan.

2.5 Tietojen julkistamisen lykkääminen

Pörssi kannattaa työryhmän ehdotusta RahkaL 6:1:stä, jonka mukaan Finanssivalvonta on jatkossa taho, joka antaa Pörssille luvan tiettyjen kaupankäyntiä koskevien tietojen julkistamista lykkääville järjestelyille. Kuitenkaan tällaisenaan ehdotus ei ole Pörssille riittävä, sillä edellä kohdassa 2.2 lausutun mukaisesti Pörssin säännöt vahvistaisi vastoin Pörssin näkemystä työryhmän ehdotuksen mukaan edelleen valtiovarainministeriö.

Pörssi on edellä ehdottanut, että sääntöjen vahvistamismenettelystä luovutaan Kokonaisuudistuksen jatkovalmistelussa kansainvälisen mallin mukaisesti kokonaan tai jos siitä ei jostain syystä voitaisi luopua, Pörssin säännöt vahvistavana viranomaisena toimisi valtiovarainministeriön sijaan Finanssivalvonta. Tällöin luonteva taho poikkeuslupan myöntämiseen on Finanssivalvonta, sillä Finanssivalvonta tekee yhteistyötä muiden valvovien viranomaisten kanssa edesauttaen yhteisen kansainvälisen käytännön muotoutumista. Ehdotus toimiikin perusteena siirtää Pörssin sääntöjen vahvistus valtiovarainministeriöltä Finanssivalvonnalle, ellei sääntöjen vahvistuksesta voida jatkovalmistelussa Pörssin ensisijaisen edellä kohtaan 2.2 sisältyvän ehdotuksen mukaisesti luopua kokonaan. Nykyinen ja

ehdotettu menettely vain lisää eri viranomaisille tehtäviä hakemuksia ja hidastaa perusteetta entisestään sääntömuutosprosessia verrattuna muihin Pohjoismaihin ja EU-maiden markkinapaikkoihin verrattuna.

3. Listautumiskynnystä alentavat ehdotukset

Kuten Pörssi edellä tässä lausunnossa kohdassa 1.3 on todennut, Kokonaisuudistuksen yhteydessä tulisi huolehtia siitä, että Suomen arvopaperimarkkinalainsäädännöllä edistetään suomalaisten yhtiöiden ja mahdollisuuksien mukaan myös ulkomaisten yhtiöiden mahdollisuuksia ja halua listautua suomalaiselle markkinapaikalle ja alennetaan nykyisin korkeaksi koettua listautumiskynnystä. Työryhmän muistiossa todetaan, että listautumista voidaan tehdä houkuttelevammaksi keventämällä pienten yhtiöiden listautumisesta aiheutuvaa hallinnollista taakkaa sekä selkeyttämällä listayhtiönä toimimiseen liittyvää sääntelykokonaisuutta.

Työryhmän ehdotuksen mukaan suomalaiset jatkuvaa ja säännöllistä tiedonantovelvollisuutta koskevat säännökset täyttävät hyvin tiedonantovelvoitteille asetetut tavoitteet hyvän sijoittajansuojan turvaamisesta välttämällä kuitenkin tarpeettoman laajaa tiedonantovelvollisuutta. Arvopaperilainsäädännöllä, sen yksityiskohtaisuudella ja lainsäädäntöön sisältyvillä raportointia ja hallintoa lisäävillä säännöksillä on luonnollisesti merkittävä vaikutus yhtiöiden, erityisesti resursseiltaan pienempien yhtiöiden listautumishalukkuuteen. Suomen kansantalouden kannalta on tärkeää, että Suomessa on tulevaisuudessakin listayhtiöksi kehittyviä kasvuyhtiöitä. Siksi Suomen lainsäädännöstä on syytä poistaa kaikki listautumiskynnystä tarpeettomasti nostavat tekijät.

Kokonaisuudistuksessa työryhmä on ehdottanut joitakin yksittäisiä toimia listautumiskynnyksen alentamiseksi. Pörssin näkemys on kuitenkin se, että Kokonaisuudistuksen jatkovalmistelussa listautumiskynnystä aidosti alentavia ehdotuksia tulisi vielä lisätä, jotta voidaan varmistaa, että kaikki käytettävissä olevat keinot listayhtiöiden hallinnollisen taakan keventämiseen on käytetty eikä kotimainen lainsäädäntö aseta lisävaatimuksia yli kansainvälisen mallin. Yhtenä merkittävänä listautumiskynnystä alentavana tekijänä tulisi päällekkäisestä sääntelystä luopua. Ei ole tarkoituksenmukaista, että esimerkiksi Finanssivalvonnalla on päällekkäistä sääntelyä lainsäädännön, asetusten tai esimerkiksi olemassa olevan itsesääntelyn kanssa. Erityisesti kaikesta keskenään ristiriidassa olevasta lisäsääntelystä on luovuttava, sillä usean rinnakkaisen ja päällekkäisen sääntelyn selvittäminen edellyttää resursseja, joita esimerkiksi pienillä ja keskisuurilla yhtiöillä ei ole käytettävissään. Vallitseva asiantila nostaa luonnollisesti kynnystä listautua.

Huolimatta edellä sanotusta, pelkästään arvopaperimarkkinoita koskevalla lainsäädännöllä ei yksinomaan päästä tilanteeseen, jossa esimerkiksi pienten ja keskisuurten kasvuyhtiöiden olisi mielekästä hakea rahoitusta

pääomamarkkinalta ja siten hakeutua julkisen kaupankäynnin kohteiksi. Verolainsäädännössä valituilla tavoilla onkin keskeinen merkitys ja Pörssin näkemyksen mukaan verotusta tulisikin muuttaa siten, että sijoittaminen kasvuyhtiöihin muodostuisi kilpailukykyiseksi ja kannustavaksi sijoitusmuodoksi.

3.1 Tiedonantovelvollisuus

Johdon osavuotisen selvityksen laatimismahdollisuus on ehdotetussa uudessa valtiovarainministeriön asetuksessa arvopaperin liikkeeseenlaskijan säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta laajennettu kattamaan yhtiöt, joiden markkina-arvo on enintään 150 miljoonaa euroa nykyisin voimassa olevan 75 miljoonan euron markkina-arvon sijaan. Laajennus on kannatettava, mutta käytännössä Pörssin näkemyksen mukaan ehdotuksella ei kuitenkaan ole suurta listautumiskynnystä alentavaa merkitystä, sillä yhtiöt eivät ole kokeneet mahdollisuutta johdon osavuotisen selvityksen laatimiseen erityisenä hallinnollista taakkaa helpottavana tekijänä tähänkään asti. Syitä tähän saattaa olla useita kuten esimerkiksi jo valmiiksi hioutuneet hallinnolliset rutiinit taloudellisten ja hallinnollisten raporttien laatimiseen, jolloin raportointia ei koeta taakaksi. Itse asiassa poikkeaminen aiemmin omaksutusta käytännöstä tai markkinakäytännöstä koetaan hankalammaksi. Yhtenä syynä voivat olla myös yritysrahoituksen kiristyneet ehdot raportointivelvoitteista rahoittajille. Rahoittajat haluavat tarkasti seurata yhtiön taloudellista tilaa ja saattavat edellyttää lyhyin säännöllisin väliajoin tapahtuvaa raportointia joka tapauksessa.

Lisäksi työryhmä ehdottaa joitakin täsmennyksiä liputusvelvollisuutta koskeviin säännöksiin. On hyvä, että mahdollisia epäselvyyksiä esimerkiksi liputusvelvollisuuden aikarajasta ehdotetaan täsmennettäväksi, mutta Pörssin näkemyksen mukaan liputusvelvollisuutta koskevat muutosehdotukset eivät ole laajuudeltaan tai merkittävyydeltään sellaisia, joiden voisi katsoa listautumiskynnystä varsinaisesti alentavan.

Tiedonantovelvollisuussäännöstenkin osalta olisi tärkeää, että suomalainen lainsäädäntö ja sitä alemmanasteiset säädökset ja niistä annetut tulkinnat vastaisivat mahdollisimman pitkälle eurooppalaisia käytäntöjä eikä Suomessa tosiasiaa omaksuttaisi tiukempia säännöksiä ja määräyksiä esimerkiksi viranomaistulkinnalla kuin mitä lainsäädäntö ehdottomasti edellyttää. Näin ei kuitenkaan työryhmän ehdotuksen jälkeenkään ole, sillä esimerkiksi ennusteita ja tulevaisuutta koskevien lausumien antaminen on työryhmän ehdotuksessa AML 2:11:ssä nykyisen muotoisena (nykyinen AML 2:5a ja 2:6a) siten, että toimintakertomuksessa ja osavuositarkastuksessa on esitettävä arvio tulevasta kehityksestä siinä määrin kuin se on mahdollista ja esitettävä selvitys seikoista, joihin arvio perustuu. Finanssivalvonta on kuitenkin standardissaan 5.2b liikkeeseenlaskijan ja osakkeenomistajan tiedonantovelvollisuudesta suositellut yksityiskohtaisempaa ja tarkempaa tulosennusteen antamista siten, että suositus on tiukempi kuin mitä laki edellyttää. Huolimatta siitä,

että kyseessä on suositus, Finanssivalvonta on kiinnittänyt asiaan säännöllisesti huomiota. Suositus on johtanut siihen, että Suomessa asiaa tarkastellaan tiukemmin kuin esimerkiksi Ruotsissa. Yhtiöiden joutuessa antamaan tarkempia ennusteita syntyy myös useammin tilanteita, joissa muuttuneiden olosuhteiden johdosta on annettuja ennusteita korjattava. Huomioiden edellä kuvatun asian merkityksellisyys listayhtiöille muun muassa siksi, että tulosennusteilla on tapana vaikuttaa osakekursseihin, on asiantila epätydyttävä. Asiantila aiheuttaa myös hämmennystä kansainvälisissä sijoittajissa, koska suomalaisten pörssiyhtiöiden tiedotuskäytäntö siten eroaa esimerkiksi ruotsalaisesta vastaavasta käytännöstä. Kokonaisuudistuksen tavoitteena ollut kilpailukykyyn lisääntyminen ei toteudu, mikäli Suomen lainsäädäntö ja viranomaisten tulkintakäytännöt sisältävät tarpeetonta muista eurooppalaisista maista poikkeavaa tiukempaa sääntelyä ja käytänteitä.

Toinen esimerkki Suomessa omaksutuista tiukoista tulkinnoista on nykyisen AML 2:7:n mukainen ”ilman aiheutonta viivytystä”. Suomessa omaksutun tulkinnan mukaan edellä olevan sanamuodon johdosta esimerkiksi perjantaina tehtyä päätöstä ei voi viivyttää yli viikonlopun toisin kuin esimerkiksi Ruotsissa.

Kokonaisuudistuksen jatkovalmistelussa olisikin syytä tehdä lisää kansainvälistä vertailua Suomen markkinoiden kilpailukykyä heikentävien edellä kuvattujen tapaisten erojen tunnistamiseksi ja niiden korjaamiseksi. Edelleen, tulevan EU-sääntelyn osalta on tärkeää, että kansalliset valtuudet käytetään maksimaalisesti hyväksi ja markkinatoimijoille asetetaan rajoituksia vain, mikäli siihen on erityisen painavat syyt.

3.2 Esitevaatimukset

Tyypillisesti esitteen laatimisvelvollisuutta ja esitteelle asetettuja edellytyksiä on pidetty markkinoilla esteenä listautumiselle tai ainakin listautumiskynnystä korottavina seikkoina. Kokonaisuudistus ei kuitenkaan sisällä merkittäviä muutoksia esitteitä koskevalle sääntelylle. Työryhmä ehdottaa pienten kansallisten arvopaperitarjousten esitteen laatimisvelvollisuuden alarajaa nostettavaksi 100.000 eurosta 1,5 miljoonaan euroon haettavaa pääomaa. Lisäksi monenkeskisen kaupankäynnin järjestelmään kaupankäynnin kohteeksi hakeuduttaessa esitteeksi riittäisi asianomaisen kaupankäyntijärjestelmän ylläpitäjän sääntöjen mukainen esite. Ehdotus on oikean suuntainen, mutta on huomioitava, että liikkumavaraa olisi huomattavasti enemmänkin aina 2,5 miljoonaan euroon asti. Lisäksi yleisölle tarjoamisen määritelmän laajennus alle 100 henkilöstä alle 150 henkilöön tukee listautumiskynnyksen alentamista.

Työryhmä ehdottaa myös esitteen laatimisvelvollisuutta koskevien poikkeuslupan hakemistilanteiden vähentämistä. Ehdotettu muutos ei kuitenkaan varsinaisesti kohdistu pörssiyhtiöihin, joten sillä ei ole suoraan vaikutusta listautumiskynnyksen alentamiseen. Lisäksi työryhmä on

perustuen esitedirektiivin muutosdirektiiviin ehdottanut esitteen tiivistelmää koskevan vahingonkorvausvastuun lieventämistä siten, että tiivistelmässä annetuista tiedoista johtuva vahinko olisi korvattava vain jos tiedot olisivat harhaanjohtavia, epätarkkoja tai ristiriitaisia suhteessa esitteen muihin osiin. Muutos on luonnollisesti kannatettava tiivistelmän ollessa vain yksi, kylläkin keskeinen, osa esitettä.

Edellä mainitut esitteitä koskevat muutosehdotukset ovat kannatettavia, mutta eivät vielä sellaisenaan liene riittäviä kannusteita listautumiskynnyksen alentamiseen. Lainsäädännöllä on varmistettava erityisesti, ettei pienille ja keskisuurille yrityksille aiheudu kohtuuttomia edellytyksiä tosiasiaassa hakea pääomaa pääomamarkkinoilta.

3.3 Sisäpiirikysymykset

Markkinoiden väärinkäyttöä koskevat työryhmän muistioon sisältyvät ehdotukset liittyvät pääasiassa sisäpiirirekistereiden hallintaan. Työryhmän muistio ei varsinaisesti sisällä muutoksia sisäpiirintiedon käsitteen sääntelyyn tai anna tarkempia tulkintaohjeita muistakaan sisäpiirikysymyksiin liittyvistä säännöksistä. Nykyisin sisäpiirintiedon käsite ja sen tulkinta koetaan markkinoilla hankalaksi asiaksi. Pörssi ymmärtää markkinatoimijoiden haasteet, mutta myös asiaa koskevan sääntelyn luomisen vaikeuden. Jatkossa tulisikin harkita voidaanko itsesääntelyn keinoin, yhteistyössä markkinatoimijoiden ja Finanssivalvonnan kanssa laatia tulkintaohjeita esimerkiksi sisäpiirintiedon käsitteestä ja niin sanotuista turvasatamista eli toimintatavoista, joilla voidaan pyrkiä varmistumaan menettelyn asianmukaisuudesta. Tämä voisi helpottaa listayhtiöiden hallinnollista taakkaa ja kustannuksia ja sillä voisi olla vaikutusta myös listautumiskynnyksen alenemiseen.

Pörssillä ei ole ehdotonta kantaa siihen, millä tavoin julkiset sisäpiirirekisterit tulisi jatkossa järjestää. Tärkeintä on, että julkisen sisäpiirirekisterin tiedot ovat jatkossakin luotettavasti ja helposti kaikkien saatavilla. Sisäpiirirekisterin pitäminen on myös järjestettävä hallinnollisesti ja teknisesti tehokkaalla tavalla; näin voidaan keventää hallinnollista taakkaa ja parhaimmassa tapauksessa pienentää kustannuksia.

4. Itsesääntely

Pörssi pitää arvopaperimarkkinoiden itsesääntelyjärjestelmän kehittämistä periaatteellisesti tärkeänä. Arvopaperimarkkinayhdistys r.y. on tehnyt arvokasta työtä muun muassa suomalaisten listayhtiöiden hallinnointitavan (corporate governance) kehittämiseksi. Työryhmän muistion liitteenä 2 oleva ratkaisuvaihtoehto C ja siihen liittyvät säännösehdotukset muodostavat hyvän lähtökohdan itsesääntelyjärjestelmän kehittämiseksi. Pörssi korostaa, että itsesääntelyjärjestelmän kehittäminen edellyttää laajaa yhteisymmärrystä

ja tukea markkinatoimijoilta ja viranomaisilta. Pörssi on valmis osallistumaan kehittämistyöhön.

5. Laki arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta / Moniportaisuus ja omistuksen julkisuus

5.1 Moniportainen selvitys- ja säilytystoiminta

Pörssi kannattaa selvitys- ja säilytystoiminnan tehostamiseksi Kokonaisuudistuksen yhteydessä työryhmän ehdottamaa arvopaperien moniportaisen hallintarakenteen käyttöönottoa, jossa arvopaperikeskuksen osapuolet arvopaperikeskuksen sijaan ylläpitävät tilejä, joille sijoittajien arvopaperiomistukset kirjataan ja joilla niitä säilytetään.

Suomessa on nykyisin käytössä vain muutamassa muussa EU-maassa kuten Kreikassa ja Sloveniassa käytössä oleva malli arvopaperiomistusten säilyttämisestä keskitetysti lukuun ottamatta Suomessakin ulkomaisille sijoittajille sallittua hallintarekisteröintimahdollisuutta. Tästä kustannuksia lisäävästä ja kansainvälisesti tuntemattomasta suorasta järjestelmästä on Suomessa syytä luopua suomalaisten arvopaperimarkkinoiden kilpailukyvyn ylläpitämiseksi. Nykyisestä järjestelmästä aiheutuu lisäkustannuksia suomalaisille sijoittajille, sillä selvitysten mukaan suomalainen nykyinen selvitysjärjestelmä on yli neljä kertaa kalliimpaa kuin muissa Euroopan maissa. Tällainen asiantila ei tietenkään luo Suomen markkinalle edellytyksiä kilpailla muiden markkinoiden kanssa. Moniportaiseen malliin siirtyminen toisikin suoria kilpailuetuja suomalaiselle sijoittajalle.

Suorien kustannussäästöjen lisäksi moniportainen malli toisi muita epäsuoria hyötyjä suomalaiselle markkinalle muun muassa kasvaneen palvelutarjonnan, arvopaperien paremman likviditeetin ja arvopaperien kurssien alentuneiden tuottovaatimusten muodossa. Pörssiyhtiöiden näkökulmasta siirryttäessä suorasta mallista moniportaiseen arvopaperiomistusten hallinnointimalliin pääomakustannukset laskevat, joka edesauttaa esimerkiksi mahdollisuuksia investointeihin. Moniportainen malli edesauttaa myös suomalaisia sijoittajia tekemään sijoituksia ulkomaille.

Huolimatta moniportaisen arvopaperien säilytysmallin käyttöönotosta, lienee kuitenkin ainakin alkuvaiheessa tarkoituksenmukaista säilyttää sille vaihtoehtona mahdollisuus arvopaperien suoraan omistukseen. Näin Suomessakin olisi käytössä niin sanottu sekamalli vastaavasti kuten esimerkiksi Ruotsissa ja Tanskassa.

5.2 Omistuksen julkisuus

Työryhmän mietinnön julkistamisen jälkeen mediassa on paljon näkyvyyttä saanut muutosehdotus, joka koskee omistusten julkisuutta työryhmän ehdottamaan moniportaiseen malliin siirryttäessä.

Julkisuudessa ei välttämättä ole ollut tarpeeksi hyvin esillä se, mistä työryhmän ehdotuksessa on oikeastaan kysymys, sillä ehdotusta ei ole ymmärrettävä kaikkien pörssiyhtiöiden omistajatietojen täydellisenä salaamisena. Lienee kuitenkin myös niin, että omistusten julkisuutta koskevaa työryhmän ehdotusta on vielä tarkennettava Kokonaisuudistuksen jatkovalmistelussa.

Moniportaisen arvopaperien säilytysmalliin siirtymisen myötä Pörssi kannattaa arvopapereiden hallintarekisteröinnin sallimista ulkomaisten sijoittajien lisäksi myös suomalaisille sijoittajille. Moniportaiseen arvopaperien säilytysmalliin siirryttäessä on kuitenkin varmistuttava viranomaisten, kuten rahoitusmarkkinoita valvovan Finanssivalvonnan ja rahapesun estämistä valvovien viranomaisten ja veroviranomaisten, tiedonsaantioikeuden turvaamisesta asianmukaisesti. Pörssin näkemyksen mukaan viranomaisjulkisuudesta on työryhmän mietinnössä pyritty huolehtimaan määrämällä, että arvopapereiden säilyttäjyhteisön toimintaoikeuden edellytyksenä on, että se saa ketjussa tiedon arvopaperin lopullisesta omistajasta aina silloin, kun viranomainen tekee säilyttäjyhteisölle tätä koskevan tietopyynnön. Edelleen on tärkeää, että viranomaisyhteistyö eri viranomaisten kesken tehostuu muun muassa harmaaseen talouteen liittyvän rikollisuuden ehkäisemiseksi.

Myös tiedot pörssiyhtiöiden suurimmista osakkeenomistajista olisivat edelleen Kokonaisuudistuksen voimaantulon jälkeenkin julkisia ja kaikkien saatavilla olevia tietoja. Työryhmä ei ehdota muutoksia yhtiöiden suurimpien omistajien velvollisuuteen ilmoittaa omistuksissaan tapahtuvista muutoksista, joten jatkossakin yleisöjulkista olisivat omistukset yhtiöissä siitä lähtien, kun omistus pörssiyhtiössä saavuttaa viiden prosentin määrän Yhtiön osakkeiden tuottamasta äänimäärästä tai osakkeiden kokonaismäärästä. On mahdollista, että tulevaisuudessa raja omistusten liputtamiselle alenee EU-säätelyn myötä viidestä prosentista kolmeen prosenttiin. Työryhmän ehdotuksen mukaan äänivallan käyttö suomalaisyhtiössä edellyttäisi hallintarekisteröidyn osakkeen omistajan (myös suomalaisen) väliaikaisesti purkavan hallintarekisteröinnin ja rekisteröityvän yhtiökokousta varten.

Edelleen, myös liikkeeseenlaskijalla itsellään olisi oikeus saada tietää omistajansa. Mahdollisia ongelmatilanteita varten työryhmä on ehdottanut hallinnollisia sanktioita, jotka kohdistuvat säilyttäjyhteisöön sekä verotusmenettelyn kautta tapahtuvia sanktioita arvopaperien omistajille. Samaan aikaan Kokonaisuudistuksen kanssa on valtiovarainministeriössä vireillä hanke verotusmenettelyn kehittämisestä myös kyseessä olevissa tilanteissa.

Pörssi luonnollisesti kannattaa läpinäkyvyyttä arvopaperimarkkinoiden mahdollisimman tehokkaan toiminnan varmistamiseksi. Pörssin näkemyksen mukaan on tärkeää, että jatkossakin on mahdollista turvata omistustietojen viranomaisjulkisuus ja se, että liikkeeseenlaskijoilla itsellään on mahdollista kuitenkin aina saada tietää omistajakuntansa.

Kuitenkaan täydellinen pörssiyhtiöiden omistustietojen yleisöjulkisuus ei pienten omistusten kohdalla ole enää Pörssin näkemyksen mukaan perusteltua.

Varsin avoimesta nykyjärjestelmästä rajatusti julkisempaan järjestelmään siirryttäessä voitaisiin myös harkita jatkovalmistelussa tutkittavaksi soveltuvin osin mallia, joka on tällä hetkellä käytössä esimerkiksi Ruotsissa. Ruotsissa arvopaperikeskuksella on velvollisuus ylläpitää välittäjien tietoihin perustuvaa enintään kolme kuukautta vanhaa listaa kaikista niistä osakkeenomistajista, jotka omistavat enemmän kuin 500 hallintarekisteröityä osaketta liikkeeseenlaskijasta. Kyseisen listan tulee myös olla yleisön saatavilla niin liikkeeseenlaskijan pääkonttorista kuin arvopaperikeskuksesta. On huomioitava, että 500 osakkeen kappalemäärään sidottu julkisuus tietysti vaikuttaa eri yhtiöissä eri tavalla riippuen siitä, montako osaketta yhtiö on kaiken kaikkiaan laskenut liikkeelle, joten jatkovalmistelussa olisi syytä tutkia olisiko osakemäärään sidottu raja toimivin vaihtoehto.

Työryhmän ehdotusta on kritisoitu myös siitä, että muun muassa valtaapitävien omistuksesta ei enää jatkossa olisi mahdollisuuksia saada tietoja. Pörssi huomauttaa, että nykyisinkin on mahdollista toimia arvopaperimarkkinoilla sijoittajana ja välttää osakeomistuksen julkisuutta käyttämällä esimerkiksi johdannaistuotteita, joiden omistustiedot eivät ole julkisesti saatavilla. Pörssin näkemyksen mukaan pienten omistusosuuksien täydellisen yleisöjulkisuuden sijaan on tärkeää, että jatkossakin pörssiyhtiöiden sisäpiiriläisten omistukset ovat hyvän hallinnon ja läpinäkyvyyden nimissä julkisia. Tähän liittyen työryhmä ehdottaa yhtiöiden sisäpiiriläisten omistusten keskittämistä sijoittajien tiedonsaannin varmistamiseksi yhteen julkiseen sisäpiirirekisteriin poikkeuksena nykyisin voimassaolevaan tilanteeseen, jossa jokainen listayhtiö pitää itse omaa julkista sisäpiirirekisteriä. Työryhmän ehdotus ei kuitenkaan ole saanut tältä osin varauksetonta tukea esimerkiksi taholta, jolle rekistereiden pitovelvollisuus siirrettäisiin eli Finanssivalvonnalta. Pörssillä ei ole ehdotonta kantaa siihen, millä tavoin julkiset sisäpiirirekisterit tulisi järjestää. Tärkeintä on, että tiedot ovat luotettavasti ja helposti kaikkien saatavilla.

Edellä olevan johdosta Pörssin näkemys on, että moniportaisen selvitysmalliin siirtyminen edellyttää edelleen lisävalmistelua erityisesti omistuksen julkisuuden osalta. On selvítettävä parhaat keinot taata riittävä osakeomistuksen yleisöjulkisuus ilman, että siitä aiheutuu markkinoille kohtuuttomia kustannuksia. Parhaan lopputuloksen aikaansaamiseksi lisävalmistelussa tulisi markkinaosapuolten edustajien olla vahvasti mukana. Pörssi on luonnollisesti valmis olemaan mukana jatkovalmistelussa.

6. Finanssivalvonnan määräämät seuraamukset

Pörssi pitää hyvänä sitä lähtökohtaa, että seuraamusjärjestelmää pyritään tehostamaan. Pitkät oikeudelliset prosessit, jotka tutkintavaiheineen ovat saattaneet kestää jopa kymmenen vuotta, eivät tue markkinoiden luotettavuutta tai takaa oikeusvarmuuden toteutumista. On luontevaa, että Finanssivalvonnalla on keskeinen rooli seuraamusjärjestelmän ylläpitäjänä. Kokonaisuudistuksen jatkovalmistelussa on kuitenkin syytä vielä tarkoin arvioida eri seuraamusten keskinäiset kriteerit ja sanktioiden (korotetut) määrät. Samoin on tärkeää huolehtia siitä, että järjestelmä on riittävän joustava ottamaan huomioon eri tekojen moitittavuuden. On vältettävä luomasta koneistoa, joka johtaa "automaattisesti" seuraamusten langettamiseen vähäisistä rikkeistä, ja tähän liittyvään kielteiseen julkisuuteen.

Työryhmän muistiossa jää epäselväksi Pörssin kurinpitolautakunnan rooli ja sen langettamien seuraamusten vaikutus Finanssivalvonnan valtuuksiin määrätä hallinnollisia seuraamuksia ehdotetun Finanssivalvonnasta annetun lain mukaan. Pörssin näkemyksen mukaan asiaa on syytä selvittää lisää Kokonaisuudistuksen jatkovalmistelussa ja tulevassa Kokonaisuudistusta koskevassa lakiehdotuksessa tuoda esiin esimerkiksi lain yksityiskohtaisissa perusteluissa se, että mikäli Pörssin kurinpitolautakunta on jo määrännyt asiassa seuraamuksen, Finanssivalvonnalla on mahdollisuus ottaa tämä tämä seikka tarkoituksenmukaisella tavalla huomioon omassa menettelyssään.

7. Lopuksi

Suomen arvopaperimarkkinoiden kilpailukyvyn säilyttämiseksi Kokonaisuudistuksen jatkovalmistelussa on tärkeää tehdä edellä Pörssin ehdottamat yksittäiset sääntelyä koskevat muutokset muun muassa RahkaL:iin sekä täsmentää työryhmän ehdotusta edellä esitetyiltä muiltakin osin. Erityisesti jatkovalmistelussa on syytä käydä lävitse erot kansainväliseen käytäntöön, jotta Suomen arvopaperimarkkinoiden tehokkaan toiminnan lainsäädännölliset esteet voidaan poistaa. Lisäksi on huomioitava EU:ssa tällä hetkellä vireillä olevat uudistushankkeet ja niiden ajoitus suhteessa Kokonaisuudistuksen voimaantuloon. Näiden muiden hankkeiden vaikutusten arvioiminen ei kuitenkaan saa haitata Kokonaisuudistuksen ripeää jatkovalmistelua. Tässä tilanteessa on tärkeää huolehtia lainsäädännön rakenteissa siitä, että uudet tulevat EU-säännökset voidaan joustavasti sisällyttää suomalaiseen arvopaperimarkkinalainsäädäntöön.

Helsingissä, 13. päivänä toukokuuta 2011

NASDAQ OMX HELSINKI OY



Lauri Rosendahl
toimitusjohtaja