



VALTIOVARAINMINISTERIÖ

# Arvopaperimarkkinalain uudistaminen

**Arviomuistio**

Rahoitusmarkkinaosasto

9.7.2008

9.7.2008

## SISÄLLYSLUETTELO

<b>ARVOPAPERIMARKKINALAIN UUDISTAMINEN</b> .....	<b>3</b>
<b>1 JOHDANTO</b> .....	<b>3</b>
<b>2 ARVOPAPERIMARKKINOIDEN KEHITYSNÄKYMÄT</b> .....	<b>3</b>
<b>3 UUDISTUKSEN TAVOITTEET JA REUNAEDDOT</b> .....	<b>4</b>
<b>4 LAIN TAVOITTEET JA MUITA RAKENTEELLISIA KYSYMYKSIÄ</b> .....	<b>7</b>
4.1 LAIN TAVOITTEET .....	7
4.2 YLEISSÄÄNNÖKSET JA YLEISET PERIAATTEET .....	9
4.3 ARVOPAPERIMARKKINOIDEN SÄÄNTELYHIERARKIA .....	11
4.4 ARVOPAPERIMARKKINOIDEN VALVONTA .....	15
4.5 ARVOPAPERIMARKKINALAIN RAKENNE .....	16
4.6 LAIN SOVELTAMISALA JA MÄÄRITELMÄT .....	18
4.7 OIKEUSSUOJAKEINOT .....	20
<b>5 AINEELLISIA KYSYMYKSIÄ</b> .....	<b>22</b>
5.1 ARVOPAPERIEN KOSKEVA TIEDONANTOVELVOLLISUUS .....	22
5.2 PÖRSSITOIMINTA JA MONENKESKINEN KAUPANKÄYNTI.....	25
5.3 ARVOPAPERIKAUPPA JA SIOITUSPALVELUJEN TARJOAJAT (ARVOPAPERINVÄLITTÄJÄT) .....	27
5.4 SELVITYSTOIMINTA .....	28
5.5 MARKKINOIDEN VÄÄRINKÄYTTÖÄ JA SISÄPIIRIREKISTERIÄ KOSKEVAT SÄÄNNÖKSET .....	30
5.6 JULKISET OSTOTARJOUKSET JA TARJOUSVELVOLLISUUS .....	32
5.7 JOHDANNAISET .....	34
5.8 VAHINGONKORVAUSVASTUU .....	36
5.9 ARVOPAPERIMARKKINALAIN RANGAISTUSSÄÄNNÖKSET JA RAHOITUSTARKASTUKSEN HALLINNOLLISET SANKTIOT .....	36
<b>6 ORGANISOINTI JA JATKOAIKATAULU</b> .....	<b>39</b>

LIITE ARVIOMUISTION KYSYMYKSET (1–16)

9.7.2008

## ARVOPAPERIMARKKINALAIN UUDISTAMINEN

### 1 Johdanto

Arviomuistiossa käsitellään arvopaperimarkkinalain (495/1989), jäljempänä AML, uudistamisen tarvetta, lähtökohtia ja reunaehtoja sekä esitetään mahdollisia uudistamiskohteita sääntelyssä. Lausunnonantajien toivotaan ottavan kantaa esitettyihin arvioihin ja tuovan esiin mahdollisia muitakin kehitys- ja muutostarpeita.

AML tuli voimaan 1.8.1989, jolloin Suomen arvopaperimarkkinat perustuivat kansallisille arvopapereille, arvopaperinvälittäjille ja arvopaperipörssille. Lain voimaantulon jälkeen Euroopan unionissa, jäljempänä EU, on tapahtunut laaja arvopaperimarkkinoiden ja sääntelyn integraatio. Suomen arvopaperimarkkinoilla ulkomaisten sijoittajien, sijoitus- tuotteiden ja sijoituspalvelujen tarjoajien osuus on huomattavan suuri.

Arvopaperimarkkinoiden kansainvälinen toimintaympäristö sekä sääntelyn harmonisointi EU:ssa vaikuttavat uudistuksen kansalliseen liikkumatilaan.

AML:n kokonaisuudistuksen lähtökohtana on ottaa huomioon toimintaympäristön muutokset ja arvopaperimarkkinoiden kehittyminen. Kokonaisuudistuksen tavoitteena on kansallisten toimijoiden kilpailukyvyyn, monipuolisen palveluntarjonnan ja arvopaperimarkkinoilta saatavan rahoituksen saatavuuden edistäminen Suomessa. Hankkeessa pyritään lain tavoitteiden ja yleisperiaatteiden selkeyttämiseen sekä arvioidaan arvopaperimarkkinalainsäädännön rakennetta ja sisältöä. Uudistuksen yhteydessä arvioidaan lisäksi sääntelyhierarkiaa, itsesääntelyn roolia, lain rakennetta sekä kirjoittamistapaa.

Arviomuistion lausuntoaika päättyy syyskuussa 2008. Valtiovarainministeriön tavoitteena on aloittaa syksyllä 2008 työ AML:n kokonaisuudistuksen ja tulevan hallituksen esityksen valmistelemiseksi. Hallituksen esitys arvopaperimarkkinalainsäädännön muuttamiseksi annettaisiin eduskunnalle arviolta vuonna 2010.

### 2 Arvopaperimarkkinoiden kehitysnäkymät

Suomalaiset arvopaperimarkkinat ovat voimakkaasti riippuvaisia kansainvälisten markkinoiden kehityksestä. Ensimmäisten ja markkinapaikkojen sääntely on EU:ssa jo pitkälle harmonisoitu. Kansainvälistyminen ja integraatio lisäävät sekä harmonisoinnin että tehostamisen tarvetta lähitulevaisuudessa erityisesti markkinapaikkojen toiminnassa ja selvitystoiminnan sääntelyssä. Tulevaisuudessa myös verotuksen harmonisointiin tulee EU:ssa enemmän paineita osana tavoiteltua markkinatohokkuutta.

Järjestelmä- ja teknologiaratkaisuilla on suuri merkitys arvopaperimarkkinoilla. Arvopaperien välitys-, selvitys- ja säilytyskustannusten alentamispaineet johtavat rakennemuutoksiin, jotka koskevat myös Suomen arvopaperimarkkinoita. Tietojärjestelmäinvestoin-

9.7.2008

nit ovat pienemmille toimijoille raskaampia ja ne eivät yleensä pysty saavuttamaan vastaavia suuruuden etuja liiketoiminnassaan. Suomen arvopaperimarkkinoiden menestys on ollut voimakkaasti riippuvainen muutamasta keskeisestä pörssiosakkeesta.

Tulevaisuudessa Suomessa sijoituspalveluja tarjoavat yhtäältä ryhmä pieniä ja keskisuuria paikallisia tai alueellisia toimijoita sekä toisaalta lukuisat suurten kansainvälisten toimijoiden osat Suomesta tai ulkomailta. Julkisen kaupankäynnin kohteina olevien arvopaperien liikkeeseenlaskijoita on Suomessa suhteellisesti vähän ja ne ovat enenevässä määrin eurooppalaisittain markkina-arvoltaan pieniä ja keskisuuria yhtiöitä. Arvopaperikauppa jakaantuu pörssin ja vaihtoehtoisten kaupankäyntipaikkojen kesken, ja todennäköisesti merkittävä osa kaupankäynnistä siirtyy monenkeskisille kaupankäyntipaikoille.

Suomi ikääntyy ja vaurastuu. Arvopaperimarkkinat tarjoavat väylän pitkäaikaissästämiselle ja sijoitustuotteiden vaihdannalle. Yksityishenkilöiden arvopaperisäästäminen on todennäköisesti jatkossakin paljolti institutionaalista, jolloin yksityishenkilöiden arvopaperisijoitukset ohjautuvat markkinoille pääasiassa sijoitusrahastojen ja muiden vastaavien sijoitustuotteiden kautta. Suomalaisten osakkeenomistajien lukumäärän odotetaan säilyvän jatkossa nykyisellä tasolla.

### 3 Uudistuksen tavoitteet ja reunaehdot

#### *Kilpailukyky ja palvelujen saatavuus*

Rahoitusmarkkinoiden sääntelyn voidaan katsoa olevan hyvällä tasolla Suomessa ja EU:ssa, ja rahoitusmarkkinoiden yhteismarkkinat ovat lähes toteutuneet etenkin tukku-markkinoilla. Suomen arvopaperimarkkinoilla on kuitenkin edelleen tarpeita, joihin kansallisen sääntelyn on pystyttävä vastaamaan. AML:n uudistamisen lähtökohtana tulee olla ensisijassa Suomessa toimivien ja asuvien edut. Rahoituspalvelujen käyttäjien on voitava laskea liikkeeseen ja käydä kauppaa vaivattomasti ja tehokkaasti sekä ilman ylimääräisiä riskejä kansainvälisestikin vaihdetuilla arvopapereilla. Rahoituspalveluja tulisi voida tarjota monipuolisesti. Suomessa tarjottavien palveluiden tulee olla turvallisia ja niitä tulee voida käyttää kilpailukykyisin kustannuksin.

Lyhyellä aikavälillä eri toimijoiden edut eivät välttämättä ole yhteneväiset. Pidemmällä aikavälillä tyytyväiset ja luottavaiset asiakkaat ovat rahoituspalveluiden tarjoajille eduksi. Vastaavasti luotettavat ja tehokkaasti toimivat rahoituspalveluiden tarjoajat ja palvelut ovat asiakkaiden etu. AML:n uudistamisen päämäärä on asiakkaiden – säästäjien, sijoittajien, rahoitusta tarvitsevien yritysten ja muiden palveluja käyttävien – sekä palveluntarjoajien pitkän aikavälin etujen tasapaino.

Arvopaperikaupassa ja selvitystoiminnassa sijoittajien ja välittäjien mahdollisuus käyttää heille parhaiten sopivaa palveluntarjoajaa tulisi parantua. Suomessa toimiville sijoittajille ja välittäjille tulee turvata kilpailukykyiset, mutta samalla luotettavat selvitys- ja säilytyspalvelut.

Keskeiset kysymykset Suomen rahoitusmarkkinoiden kilpailukyvyn kannalta ovat – turvallisuuden ja likvidisyyden ohella – rahoituksen hankkimisesta arvopaperimarkkinoilta,

9.7.2008

arvopaperinvälityksestä ja muiden sijoituspalvelujen tarjoamisesta aiheutuvat kustannukset.

Uudistuksen yhteydessä arvioidaan, voidaanko itsesääntelyä lisäämällä edistää markkinoiden toimivuutta. Tämä koskisi erityisesti erilaisia viranomaissääntelyä täydentäviä menettelytapoja arvopaperimarkkinoilla ja asiakassuhteissa. Tehokas itsesääntely edellyttää uskottavuutta sekä sopusointua viranomaissääntelyn reunaehtojen kanssa, jolloin itsesääntelyn toimivuus edellyttää toimijoilta pitkäjänteistä sitoutumista.

#### *EU:n merkitys*

Tärkeä kotimaista arvopaperimarkkinasääntelyä ohjaava tekijä on olemassa oleva ja edelleen kehittyvä EU-tason sääntely. Yhteiseen sääntelyyn perustuvat yhteismarkkinat tarjoavat suhteellisen pienille kansallisille markkinoille mahdollisuuksia, mutta ne luovat samalla lisää kilpailupaineita. Yhtenäiset säännöt ja toimintaedellytykset sekä suomalaisille että ulkomaisille toimijoille edistävät laajaa palvelujen ja tuotteiden tarjontaa Suomessa sekä EU:ssa. Lisääntyvä kilpailu merkitsee, että markkinaosapuolet joutuvat kiinnittämään erityistä huomiota tarjottavien palveluiden laatuun ja kustannuksiin.

Ulkomaisten toimijoiden kasvanut arvopaperien välitystoiminta ja sijoituspalvelujen tarjonta tuovat mukanaan uudentyyppisiä toimintaan liittyviä riskejä. Siten sekä toimijoiden että asiakkaiden kannalta on tärkeää, että rajat ylittävä eurooppalainen rahoitusmarkkinoiden valvontayhteistyö on toimivaa ja mahdollisimman tehokasta.

Suomen arvopaperimarkkinoilla palveluja tarjoavat enenevässä määrin suuret ulkomaiset toimijat, tai palveluiden jakeluverkko on maantieteellisesti jopa virtuaalista. Tästä huolimatta erityisesti paikallisten, pienten ja keskisuurten toimijoiden sekä suomalaisten pörs-siyhtiöiden arvopaperien liikkeeseenlasku ja vaihto tapahtunevat jatkossakin lähinnä Suomessa. Näin ollen yhtenäisten kilpailuasetelmien ulottaminen myös arvopaperimarkkinoilla tarjottaviin palveluihin on erityisen tärkeää.

Suomen viranomaissääntelyn ja uuden AML:n tulee täyttää EU:n velvoittava normisto. EU:n arvopaperimarkkinoita koskeva sääntely kehittyy myös tulevaisuudessa. Suomen viranomaiset pyrkivät vaikuttamaan mahdollisimman tehokkaasti siihen, että EU:n yhteissääntely on täällä toimivien palveluntarjoajien ja niiden asiakkaiden edun mukaista.

Suomessa on harkittava EU-oikeuden mahdollistamissa puitteissa, missä määrin suomalaisten toimijoiden pitkän aikavälin kilpailukykyä on mahdollista edistää kansallisin erityissäännöksin. Tämä edellyttää, että säännösten ansiosta asiakkaille voidaan tarjota tehokkaammin ja luotettavammin sijoituspalveluja kuin ilman kansallista sääntelyä.

#### *Sijoittajansuojan toimivuus*

Sijoittajansuoja on säilytettävä Suomessa korkealla tasolla. Sijoittajansuojaan kuuluu useita elementtejä, joista osaan AML:n säännökset eivät suoranaisesti vaikuta. Sijoittajansuojaa edistävät esimerkiksi sääntely ymmärrettävän tiedon antamisesta arvopapereista niitä tarjottaessa sekä periaatteet asiakassuhteissa ja arvopaperikaupassa noudatettavista velvoitteista. Sijoittajansuojaa voidaan täydentää alan toimijoiden itsesääntelyllä. Esimerkiksi Pankkialan Asiakasneuvontatoimiston yhteydessä toimiva Arvopaperilautakun-

9.7.2008

ta neuvoo ja ohjaa ei-ammattimaisia sijoittajia arvopaperimarkkinoilla toimivan elinkei-  
nonharjoittajan kanssa syntyneissä erimielisyyksissä sekä antaa ratkaisusuosituksia.

*Lain selkeys ja paremman sääntelyn toimintaohjelma*

Arvopaperimarkkinasääntelyn tulee olla selkeää ja johdonmukaista, jotta se tuottaa mah-  
dollisimman vähän noudattamiskuluja markkinaosapuolille. AML:a arvioidaan koko-  
naisuudistuksen yhteydessä myös paremman sääntelyn näkökulmasta. Uudistuksessa ar-  
vioidaan esimerkiksi säännösten selkeyttä ja valintoja muun muassa lain ja alemmanas-  
teisten sääntelyn toimivuuden näkökulmasta. Kokonaisuudistuksen yhteydessä muute-  
taan ja täsmennetään AML:n säännöksiä, joissa on havaittu sisällöllisiä puutteita tai epä-  
tarkkuutta.

*Tavoitteet ja reunaehdot käytännössä*

Hankkeessa painotetaan sellaisia AML:n sisältö- ja rakenneasioita, jotka edistävät parhai-  
ten edellä mainittuja tavoitteita. Lisäksi lain rakenne- ja sisältöuudistus pyritään toteut-  
tamaan niin, että laki toimii mahdollisimman hyvin rahoitusmarkkinoiden erityyppisissä  
toimintamalleissa ja -vaihtoehdoissa tulevaisuudessa.

AML:a arvioitaessa valtiovarainministeriössä ei ole havaittu suuria sääntelyn sisältöön ja  
ulottuvuuteen liittyviä muutostarpeita. Lakiin tehdyistä lukuisista ja laajoista osittaismuu-  
toksista kuitenkin johtuu, että systemaattisia seikkoja on arvioitava uudelleen. Muistiossa  
on jäljempänä esitetty esimerkkejä AML:n mahdollisista uudistamiskohteista. Lain tavoit-  
tesäännöksellä ja yleisillä periaatteilla korostetaan periaatelähtöistä sääntelyä, ohjataan  
lain soveltamista sekä edistetään itsesääntelyn kehittymistä. Liputusvelvollisuutta ja  
markkinoiden väärinkäyttöä koskevien muutosesimerkkien tarkoituksena on yhtenäistää  
kansallista sääntelyä EU-sääntelyn kanssa ja siten edistää kansallisten lakien vertailta-  
vuutta muiden jäsenvaltioiden sääntelyn kanssa. Lausunnonantajien palautetta odotetaan  
myös muista muutoksista, jotka toimijoiden mielestä olisivat tarpeen edellä esitettyjen  
tavoitteiden edistämiseksi.

**Kysymys 1**

- |   |
|---|
| <p>a) Mitä mieltä olette edellä esitetyistä AML:n kokonaisuudistuksen keskeisistä<br/>tavoitteista ja reunaehdoista?</p> <p>b) Minkälaisia seikkoja uudistuksessa olisi mielestänne erityisesti painotettava?</p> |
|---|

9.7.2008

## 4 Lain tavoitteet ja muita rakenteellisia kysymyksiä

### 4.1 Lain tavoitteet

#### 4.1.1 Nykytila

AML:n alkuperäisen hallituksen esityksen<sup>1</sup> yleisperusteluissa on mainittu lain säätämisen tavoitteista seuraavasti:

”Sekä ensi- että jälkimarkkinoiden toimivuus edellyttää sijoittajien luottamusta markkinoiden puolueettomuuteen ja tehokkuuteen.

-----

Esityksen tavoitteena on luoda arvopaperimarkkinoiden toimintaedellytykset turvaavat näkökohdat huomioonottava perusnormisto, joka Suomesta toistaiseksi puuttuu.”

Lain perusteluissa mainitaan lain keinovalikoimaan liittyvinä julkista ostotarjousta ja lunastusvelvollisuutta koskevat säännökset, julkisuutta lisäävät säännökset, eräiden käytäytymissäntöjen luominen (sisäpiirintiedon väärinkäytön kielto), pörssitoiminnan luvanvaraisuus sekä itsesääntely.

Näitä tavoitteita ja keinoja ei ole tuolloisen käytännön mukaisesti kirjoitettu AML:iin. Eräissä uudemmissa laeissa lain tarkoituksesta ja tavoitteista sekä myös keinoista on säädetty laissa, kuten sähkömarkkinalaissa (386/1995), maakaasumarkkinalaissa (508/2000), viestintämarkkinalaissa (393/2003), laissa julkisista hankinnoista (348/2007) ja laissa rahoitus- ja vakuutusryhmittymien valvonnasta (699/2004).

Ruotsin arvopaperimarkkinalain säätämistä koskeneessa komiteamietinnössä on perusteellisesti käsitelty arvopaperimarkkinalain sääntelyn yleisiä tavoitteita ja periaatteita<sup>2</sup>, mutta niistä ei ole säädetty laissa. Mietinnössä todetaan lisäksi, että sääntelyn tavoitteet ovat joiltakin osin väistämättä vastakkaisia, kuten sijoittajansuoja ja kustannusten alentaminen tai tehokkuus.

Ison-Britannian rahoituspalvelu- ja -markkinalaissa<sup>3</sup> on säädetty lainsäädännön yleisistä tavoitteista, joita ovat markkinoiden luottamus, yleisöllä oleva tieto, sijoittajien suoja ja talousrikollisuuden vähentäminen. Samat tavoitteet ovat myös valvontaviranomaisen, FSA:n toiminnan tavoitteita markkinoiden ja toimijoiden valvonnassa.

Viime vuosina annetuissa eräissä keskeisissä EU-direktiiveissä mainitaan direktiivien täytäntöönpano- tai soveltamistavoitteet. Seuraavassa taulukossa on yhteenveto direktiiveihin kirjatuista tavoitteista:

---

<sup>1</sup> HE 157/1988, s. 3.

<sup>2</sup> SOU 2006:50, En ny lag om värdepappersmarknaden, s. 140 – 154. Lagen om värdepappersmarknaden (2007:528), VpML.

<sup>3</sup> Financial Services and Markets Act (2000).

9.7.2008

Direktiivi	Tavoitteita	Keinoja/reunaehtoja
Rahoitusvälineiden markkinat direktiivi 2004/39/EY	Korkeatasoinen sijoittajien suoja	Toimenpiteet sijoittajien suojelemiseksi on suhteutettava eri sijoittajaryhmien tarpeisiin
	Rahoitusjärjestelmän tehokkuuden ja luottamuksen (integrity) ylläpitäminen rahoitusjärjestelmään	Sijoittajien transaktioiden tehokas toteutus sekä tehokkaasti ja järjestyneesti toimivien rahoitusmarkkinoiden säilyttäminen
Avoimuusdirektiivi 2004/109/EY	Palvelujen tarjoamisen mahdollistaminen yli rajojen EU:n alueella Todelliset yhteismarkkinat	Palvelujen tarjoaminen yli rajojen perustuu kotivaltiovalvontaan Markkinoiden avoimuus
	Sijoittajien luottamus yhteismarkkinoihin	Hyvä sijoittajien suoja (mahdollistaa todellisen markkinaintegraation)
Ostotarjousdirektiivi 2004/25/EY	Sijoittajien suoja ja markkinoiden tehokkuus	Markkinainformaation tulee perustua sijoittajien tasapuolisen kohtelun periaatteelle Sääntelyn joustavuus tarvittaessa
	Osakkeenomistajien ja muiden osapuolten suojaaminen	Itsensäntelyelimille annettava oikeus näiden sääntöjen valvontaan  Yritysosot määräysvallan hankkimiseksi sallittava
Esitedirektiivi 2003/71/EY	Markkinoiden tehokkuus	Vähemmistön oikeuksien suojaaminen ostotarjoustilanteessa Sääntelyn korkea taso
	Sijoittajien suoja	Täysien tietojen antaminen (full information) sekä liiketapaperiaatteet edistävät tavoitteiden saavuttamista
Markkinoiden väärinkäyttö-direktiivi 2003/6/EY	Markkinoiden toimivuus ja kehittyminen Integroidut ja tehokkaat markkinat	Julkaistavien tietojen luotettavuus Edellyttää luottamusta (market integrity)
	Sijoittajien luottamus rahoitusmarkkinoihin  Markkinoiden avoimuus	Täsmällinen ja tasapuolinen tiedottaminen  Sisäpiirintiedon väärinkäytön ja markkinamanipulaation kieltö, yhtenäisin säännöin koko EU:n alueella

Lähtökohtaisesti direktiivien periaatteet ovat niiden täytäntöönpanon yhteydessä siirtyneet AML:iin ja muuhun kansalliseen sääntelyyn. Lain säännökset eivät voi olla ristiriidassa direktiivien periaatteiden kanssa riippumatta siitä, onko periaatteet kirjattu kansalliseen lakiin vai ei.

#### 4.1.2 Arvio

Suomen lainsäädännössä esiintyy lakiin kirjattuja tavoitteita aiempaa yleisemmin. Kansainvälisesti niitä esiintyy vaihdellen erilaisten lainsäädäntöperinteiden vuoksi. Kokonaisuudistuksessa arvioitaisiin, tulisiko AML 1 luvussa nimenomaisesti säätää lain tavoitteista.

Tavoitesäännös ohjaisi lain tulkintaa, soveltamista, valvontaa sekä hyvän markkinatavan muotoutumista. Lain tavoitesäännös voisi olla esimerkiksi seuraavanlainen:



9.7.2008

## 1 § Lain tarkoitus

Lain tarkoituksena on

- 1) edistää tehokkaita arvopaperimarkkinoita,
- 2) turvata hyvä sijoittajansuoja ja riittävä tiedonsaanti arvopaperimarkkinoilla, ja
- 3) ylläpitää yleistä luottamusta arvopaperimarkkinoihin.

Lain tavoitteita voi olla luonnollisesti useita; lain perusteluissa selostettaisiin mahdollisen tavoitesäännöksen ohella muitakin kuin keskeisimpiä tavoitteita sekä perusteltaisiin tavoitteita ja niiden päämääriä. AML:n tavoitteiden toteuttamisen varmistamiseksi on useita keinoja, kuten rangaistusseuraamukset ja arvopaperimarkkinatoimijoiden toimilupavaatimukset. Tavoitteiden toteuttamisen keinoja selostettaisiin vain AML:n perusteluissa, vaikka eräissä laeissa keinoista on säädetty nimenomaisesti.

## Kysymys 2

- a) Tulisiko mielestänne yleinen tavoitesäännös lisätä AML:iin?
- b) Pidätkö edellä esitettyä esimerkkiä hyvänä lähtökohtana tavoitesäännöksen jatkovalmistelussa?

## 4.2 Yleissäännökset ja yleiset periaatteet

### 4.2.1 Nykytila

Yleissäännöksellä tarkoitetaan tässä muistiossa säännöstä, joka on kirjoitettu yleiseen muotoon ja joka ilmentää jotakin yleistä periaatetta, vastakohtana konkreettiselle oikeussäännölle, joka sisältää nimenomaisen velvoitteen tai kiellon<sup>4</sup>. Yleistä periaatetta ilmentävää normia sovelletaan yksittäisessä tapauksessa yhdessä muiden oikeussääntöjen kanssa sovittaen yleinen periaate yksittäistapaukseen. Periaatteen painoarvo ja konkreettinen sisältö kussakin tapauksessa riippuvat tosiseikoista ja muista tilanteeseen sovellettavista konkreettisista oikeussäännöistä. Konkreettiset oikeussäännöt voivat olla myös ministeriön asetuksia ja Rahoitustarkastuksen määräyksiä.

AML 1 luvussa ei ole yleissäännöksiä, jotka ilmentävät arvopaperimarkkinoilla laajasti noudatettavia yleisiä periaatteita ja joita sovelletaan yleisesti AML:ssa. Lain perusteluissa on sen sijaan selostettu tällaisia yleisiä periaatteita.

AML:ssa on useita soveltamisalaltaan suppeampia, kohdennettuja yleissäännöksiä. Nämä kohdistuvat erilaisiin toimijoihin, toimenpiteisiin, arvopapereihin ja muihin rahoitusvälineisiin sekä viranomaisiin. Esimerkiksi AML 4:1 § on kohdennettu yleissäännös, joka kieltää hyvän tavan vastaiset menettelyt.<sup>5</sup>

Osakeyhtiölain (624/2006), jäljempänä OYL, 1 luvussa on säädetty lain soveltamisala sekä osakeyhtiön toiminnan keskeiset periaatteet. Kysymys lain pakottavuudesta on säännelty siten, että lähtökohtana on osakkeenomistajien oikeus yhtiöjärjestyksessä määrätä yhtiön toiminnasta. Lain pakottavan säännöksen taikka hyvän tavan vastaista määrää-

<sup>4</sup> Esimerkki yleisen periaatteen ilmaisevasta yleissäännöksestä on AML 2:1 § ja esimerkki konkreettisesta oikeussäännöstä on AML 2:1 a §.

<sup>5</sup> Muita esimerkkejä kohdennetuista yleissäännöksistä ovat AML 2:1.1, 2:2 ja 3:17 §.

9.7.2008

ystä ei kuitenkaan voida ottaa yhtiöjärjestykseen. Eräissä OYL:n säännöksissä mainitaan nimenomaisesti säännöksen pakottavuudesta.

Ruotsin arvopaperimarkkina-alueissa ei ole varsinaisia yleissäännöksiä eikä yleisiä periaatteita, mutta kuten AML:ssa, laissa on eri toimijoita koskevia kohdennettuja yleissäännöksiä<sup>6</sup>. Sen sijaan Ruotsin kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa on arvopaperikauppaa koskeva yleissäännös<sup>7</sup>.

Tanskan arvopaperikauppalaissa säädetään velvollisuus noudattaa hyvää arvopaperikauppatapaa<sup>8</sup>. Tanskassa toimiluvanvaraista rahoituspalvelutoimintaa koskevat sekä yleissäännös hyvän tavan noudattamisesta että yksittäiset kohdennetut yleissäännökset erilaisista rahoituspalvelujen asiakassuhteista.

Saksan arvopaperimarkkinoiden sääntely jakaantuu viiteen eri lakiin, joissa ei ole kattavia yleissäännöksiä, mutta joissa on kohdennettuja yleissäännöksiä. Esimerkiksi Saksan arvopaperikauppalaissa edellytetään, että liikkeeseenlaskijan on kohdeltava arvopaperien omistajia tasapuolisesti samankaltaisissa olosuhteissa<sup>9</sup>. Lisäksi sijoituspalvelujen tarjoajien sijoitusneuvontaa koskevat periaatteet on määritelty<sup>10</sup>. Saksan ostotarjouslaissa säädetään ostotarjouksissa noudatettavista AML 6:2 §:ää laajemmista yleisistä periaatteista, joita ovat yhdenvertainen kohtelu, kohdeyhtiön nopea päätöksenteko ja sen osakkaiden etujen ensisijaisuus sekä markkinahäiriöiden aiheuttamisen kieltö<sup>11</sup>.

#### 4.2.2 Arvio

Suomalaiset säädösesimerkit osoittavat, että laeissa säädetään yhä useammin tavoitteista, mutta ei yleisistä periaatteista. Yleisiä periaatteita on voimassa ja ne voivat vaikuttaa lain tulkintaan ilman nimenomaista lain säännöstä. Yleisiä periaatteita voidaan soveltaa myös analogisesti, kuten varallisuusosoikeudellisista oikeustoimista annetun lain (228/1929) 36 §:n oikeustoimen kohtuullistamissäännöstä. Kansainväliset sääntelyesimerkit osoittavat, että yleissäännöksissä on tehty erilaisia valintoja.

AML 1 luvussa säädettäisiin yleisistä periaatteista, mikä korostaisi periaatelähtöistä sääntelyä, lisäisi lain ymmärrettävyyttä ja selkeyttäisi lain soveltamista. Lain yleisiä periaatteita voisivat olla esimerkiksi seuraavat:

- *Avoimuus ja tiedonantovelvollisuus.* Arvopaperimarkkinoilla toimittaessa on noudatettava avoimuutta ja huolehdittava siitä, että arvopaperimarkki-

<sup>6</sup>Esimerkki sijoituspalveluyritystä koskevasta yleissäännöksestä on VpML 8:1 §: ”Ett värdepappersinstitut skall tillvarata sina kunders intressen när det tillhandahåller investeringstjänster eller sidotjänster till dessa samt handla hederligt, rättvist och professionellt. Ett värdepappersinstitut skall även i övrigt handla på ett sätt så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls.”

<sup>7</sup>Lagen om handel med finansiella instrument (1991:980), LHF 1:2 §: ”Handel med finansiella instrument skall bedrivas så, att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras”.

<sup>8</sup>Lov om vardipapirhandel (2007), Vphl 6:43 §.

<sup>9</sup>Wertpapierhandelsgesetz (1998), WpHG 5 a:30 a §:”--- unter gleichen Voraussetzungen gleich behandelt werden”.

<sup>10</sup>WpHG 6:31 §: ”Ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen ist verpflichtet, Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebenleistungen mit der erforderlichen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit im Interesse seiner Kunden zu erbringen, ---”.

<sup>11</sup>Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (2001), WpUG 1:3 §, Allgemeine Grundsätze.

9.7.2008

noiden osapuolilla on saatavilla arvopaperin arvoon vaikuttavat oikeat ja riittävät sekä ymmärrettävät tiedot.

- *Luottamus ja tasapuolisuus.* Arvopaperimarkkinoilla on noudatettava menettelytapoja, jotka edistävät markkinoita kohtaan tunnettua luottamusta. Arvopaperimarkkinoiden osapuolia tulee kohdella tasapuolisesti.
- *Hyvä arvopaperimarkkinatapa.* Arvopaperimarkkinoilla toimivien on noudatettava hyvää arvopaperimarkkinatapaa.
- *Sijoittajansuoja ja pakottavuus.* AML:n tavoitteena on turvata hyvä sijoittajansuoja. AML:n säännökset ovat pakottavia, jollei niitä ole nimenomaisesti säädetty tahdonvaltaisiksi.

Arvopaperimarkkinoiden avoimuus ja tietojen jakaminen ovat keskeisiä arvopaperimarkkinoiden toimintaa ohjaavia periaatteita. Luottamus ja tasapuolisuus ohjaavat arvopaperimarkkinoilla sovellettavia menettelytapoja. Hyvällä arvopaperimarkkinatavalla on lain soveltamisessa merkitystä voimassa olevan lain nojalla. AML:n säännökset ovat luonteeltaan lähtökohtaisesti pakottavia, mutta tätä seikkaa ei ole nimenomaisesti laissa säädetty.

Vaihtoehtoisesti yleisiä periaatteita voidaan tuoda esille lain perusteluissa tai säätää lailla ainoastaan joistakin keskeisimmistä arvopaperimarkkinoita koskevista periaatteista.

Lähtökohtaisesti AML:n voimassaolevat soveltamisalaltaan suppeammat yleissäännökset voivat säilyä nykyisessä muodossaan. AML:n kohdennetut yleissäännökset vastaavat pitkälti muissa EU:n jäsenvaltioissa säädettyjä vastaavia periaatteita. AML 2:1 §:n arvopaperin markkinointia ja 4 luvun asiakkaansuojaa koskevan yleissäännöksen soveltamisalan riittävyys arvioidaan uudelleen. Lisäksi arvioidaan AML 6 luvun julkista ostotarjousta koskevien yleisten periaatteiden täydentämistä ostotarjousdirektiivin (2004/25/EY) 3 artiklassa mainituilla periaatteilla.

### Kysymys 3

- Tulisiko mielestänne yleiset periaatteet kirjata AML 1 lukuun?
- Jos yleisiä periaatteita lisätään lakiin, pidätekö edellä esitettyjä esimerkkejä lain yleisiksi periaatteiksi hyvänä lähtökohtana jatkovalmistelussa?
- Pidätekö AML:n voimassaolevia kohdennettuja yleissäännöksiä toimivina ja riittävinä?

#### 4.3 Arvopaperimarkkinoiden sääntelyhierarkia

##### 4.3.1 Nykytila

###### *EU-sääntelyn vaikutus*

Suomessa on pantu täytäntöön arvopaperimarkkinoita koskevat direktiivit AML:iin ja sen lähilakeihin, valtiovarainministeriön asetuksiin sekä Rahoitustarkastuksen määräyk-

9.7.2008

siin. Direktiivien yksittäisten artiklojen sisältö ei ole aina vastannut suomalaista lainsäädäntötekniikkaa tai -kulttuuria.

Sekä EU-tason että sen myötä kansallinen rahoitusmarkkinoiden viranomaissääntely on voimakkaasti lisääntynyt ja muuttunut monitasoiseksi<sup>12</sup>. Muutokset ovat tehneet AML:n osin vaikeaselkoiseksi. Lamfalussy-prosessin 3. tason mukaisesti kansallisen valvontaviranomaisen sääntely ja näiden viranomaisten eurooppalainen yhteistyö ovat keskeinen osa EU-sääntelyn harmonisointia. Osittain laajan viranomaissääntelyn vuoksi itsesääntelyn merkitys arvopaperimarkkinoilla on suhteellisen vähäinen.

#### *Valtiovarainministeriön rooli*

Valtiovarainministeriö voi laissa säädetyin edellytyksin antaa tarkempia säännöksiä ja määräyksiä arvopaperimarkkinoiden sääntelystä. Valtiovarainministeriö on antanut kaksi asetusta esitteistä, asetukset liikkeeseenlaskijan säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta, liputusvelvollisuudesta, arvopaperin ottamisesta pörssilistalle, osakkeen likvidistä markkinasta sekä tarjousasiakirjan sisällöstä. Valtiovarainministeriöllä ei sen sijaan ole valtuutusta antaa asetusta jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta. Asetukset ohjaavat Rahoitustarkastuksen määräyksien sisältöä.

Valtiovarainministeriö myöntää toimiluvan arvopaperipörssitoiminnan ja selvitysyhteisötoiminnan harjoittamiseen, peruuttaa toimiluvan, hyväksyy arvopaperipörssin ja arvopaperikeskuksen säännöt sekä voi määrätä toiminnan keskeytettäväksi. Pörssi ohjaa arvopaperimarkkinoita säännöillään muun muassa asettamalla velvollisuuksia arvopaperien liikkeeseenlaskijoille ja pörssivälittäjille. Pörssiä koskeva sääntely ja sääntöjen vahvistamismenettely on katsottu nykymuodossa perustelluksi ja toimivaksi.

#### *Rahoitustarkastuksen sääntely ja ohjeistus*

Rahoitustarkastuksen määräyksenantovaltuudet perustuvat laeissa oleviin yksilöityihin valtuuksiin. Rahoitustarkastuksesta annetun lain (587/2003), jäljempänä RataL, nojalla Rahoitustarkastuksen tehtäviin kuuluu myös ohjata rahoitusmarkkinoilla toimivia noudattamaan toiminnassaan hyviä menettelytapoja<sup>13</sup>. Rahoitustarkastuksen sääntelyvälineenä on määräyskokoelma<sup>14</sup>. Määräyskokoelmaan sisältyvät sekä sitovat määräykset että ohjeet, joista aihealueittain muodostettuja kokonaisuuksia kutsutaan standardeiksi.

Rahoitustarkastuksen määräykset ja ohjeet ovat joustavia, käytännönläheisiä, kattavia sekä läpinäkyviä toimijoille. Kattavat määräykset soveltamisohjeineen ovat hyödyllisiä erityisesti pienille toimijoille. Rahoitustarkastuksen ohjeiden anto on nykyisin laajaa. Rahoitustarkastuksen antamien tulkintasuositusten merkitys on suuri erityisesti tilanteissa, joissa vastaavaa nimenomaista säännöstä ei ole. Sitovan sääntelyn ja ohjeistuksen suhde ei välttämättä ole aina selkeä<sup>15</sup>. Rahoitustarkastuksen rinnakkainen rooli sekä määräysten antajana että valvojana voi olla ristiriitainen. Rahoitustarkastuksen kattavat standardit

<sup>12</sup> EU-sääntelyyn sisältyy sekä eritasoisia direktiivejä että asetuksia, jotka ovat jäsenvaltioissa suoraan sitovaa oikeutta.

<sup>13</sup> RataL 3.1 § sekä RataL 4.1 § 8 kohta: ”----- edistää hyvien menettelytapojen noudattamista valvottaviksi säädettyjen ja muiden rahoitusmarkkinoilla toimivien toiminnassa.”

<sup>14</sup> RataL 4.1 § 4 kohta: ”---- antaa lain soveltamisen kannalta tarpeellisia määräyksiä niin kuin laissa erikseen säädetään”.

<sup>15</sup> Rahoitustarkastus on uudistanut määräyskokoelmansa vuodesta 2006 siten, että kussakin tekstikappaleessa käy ilmi, mikä sen normiperusta on. Tämä on havainnollistanut määräysten ja muun ohjeistuksen välistä eroa.

9.7.2008

ovat saattaneet vähentää alan itsesääntelyn laajuutta. Nykyisissä standardeissa on toisaalta otettu huomioon itsesääntelyä<sup>16</sup>.

#### *Itsesääntely Suomessa*

Itsesääntelyllä tarkoitetaan tässä muistiossa sääntelyä, joka ei ole viranomaisten laatimaa ja siten lain nojalla sitovaa. Itsesääntelyä esiintyy erilaisissa muodoissa eri maissa. Yhteissääntely on itsesääntelyn muoto, jossa viranomainen joko antaa yhteissääntelyelimelle roolin tai osallistuu sen toimintaan. Ensin mainitusta yhteissääntelystä on esimerkkinä Keskuskauppakamarin yrityskauppalautakunta<sup>17</sup>.

Suomessa viranomaiset osallistuvat itsesääntelyyn myös vapaamuotoisesti tai niitä kuullaan, kuten esimerkiksi Arvopaperimarkkinayhdistyksessä ja Arvopaperivälittäjien yhdistyksessä. Lisäksi Rahoitustarkastus ja kuluttajavirasto ovat edustettuina Arvopaperilautakunnassa.

Itsesääntely lisää sääntelyn joustavuutta ja sääntelyn kohteiden sitoutumista sekä varmistaa sääntelykohdetta koskevan erityisen asiantuntemuksen hyödyntäminen. Laadukas itsesääntely vaatii toimijoilta pitkäjänteisyyttä ja huomattavia resursseja.

Itsesääntelyn riskejä ovat esimerkiksi normien sitomattomuus, puuttuva tai epätyytyttävän kevyt sanktiointi, tulkinta- ja sanktiokäytäntöjen vähäisempi avoimuus, viranomais-sääntelyä epäyhtenäisempi laatu ja vähäisempi yhdenmukaisuus muuhun sääntelyyn.

### **4.3.2 Arvio**

#### *Viranomaissääntelyn kehittäminen*

AML:n periaatteiden ja säännösten pohjalta alemmanasteisella sääntelyllä ja hyvällä markkinatavalla on mahdollisuus kehittyä laissa vahvistettujen tavoitteiden mukaisina. Tämä tukee myös tuomioistuinten ratkaisutoimintaa ja lisää oikeussuojan ennustettavuutta.

Lähtökohtaisesti ministeriön roolia sääntelyssä pidetään toimivana. Uudistuksessa arvioitaisiin kuitenkin, onko asetuksia käytetty riittävästi ja toimivasti muuhun viranomais-sääntelyyn verrattuna. Sääntelyn selkeyttämiseksi AML:n erityisesti teknisluonteisempia säännöksiä voitaisiin siirtää ministeriön asetuksiin tai Rahoitustarkastuksen sitovan sääntelyn piiriin. Yksi esimerkki tästä on kansainvälisiä esitteitä koskeva viranomaisyhteistyön menettelysääntely AML 2 luvussa. Ratkaisu siitä, mikä säännös Suomen perustuslain (731/1999) valossa olisi otettava lakiin ja mikä voidaan sijoittaa asetukseen tai muuhun viranomaismääräykseen, ei ole yksiselitteinen. Kokonaisuudistuksessa selvitetään tuoreimman EU-oikeuskäytännön, perustuslain sekä muiden lakien täytäntöönpanokäy-

<sup>16</sup> Esimerkiksi standardissa *Luotettava hallinto ja toiminnan järjestäminen* (1.3). Huomioon otettu suositus on ”Suositus listayhtiöiden hallinnointi- ja ohjausjärjestelmistä” (TT, HEX, KKK) ja ”Asialuettelo listaamattomien yhtiöiden hallinnon kehittämiseksi” (KKK). Standardissa Rahoituspalvelujen tarjoamisessa noudatettavat menettelytavat (2.1) on otettu huomioon Hyvän pankkitavan säännöt 2004 (SPY).

<sup>17</sup> Muita esimerkkejä yhteissääntelystä Suomessa: oikeusministeriö ja työ- ja elinkeinoministeriö osallistuvat Keskuskauppakamarin liiketapalautakuntaan, oikeusministeriö, valtiovarainministeriö ja Rahoitustarkastus tilintarkastuslautakuntaan, korkein oikeus lunastuslautakuntaan ja välityslautakuntaan sekä Rahoitustarkastus kiinteistöarviointilautakuntaan.

9.7.2008

tännön valossa, missä määrin on mahdollista selventää AML:n rakenteellista sääntelyhierarkiaa.

*Viranomaissääntelyn tehtävät ja itsesääntelyn kehittäminen*

Laeissa olevat valtuutus- ja muut säännökset määrittelevät viranomaissääntelyn rajat suhteessa itsesääntelyyn. Kokonaisuudistuksessa selvitettäisiin, ovatko AML:ssa olevat asetusten ja Rahoitustarkastuksen määräysten antamista varten kirjoitetut valtuutussäännökset riittävän yksilöityjä. Valtuutus- ja muut säännökset eivät nykyisellään estäne itsesääntelyn kehittämistä.

Valtiovarainministeriö pyrkii edistämään itsesääntelyä, joka mukautuu kotimaisten markkinoiden tarpeisiin, toimii luotettavasti ja on sopuoinnussa viranomaissääntelyn sekä valvonnan toimivuuden kanssa. Itsesääntelyssä voidaan ottaa joustavasti huomioon muuttuva lainsäädäntö ja valvonnassa esiin tulleet ongelmat sekä markkinoiden ja sijoitustuotteiden kehittyminen. Toisaalta itsesääntelyelimiltä on edellytettävä riittävien riippumattomuus- ja jatkuvuusnäkökohtien huomioonottamista.

Hyvä arvopaperimarkkinatapa perustuu markkinaosapuolten väliseen kauppatapaan ja sen tulisi olla ensi sijassa markkinaosapuolten määrittelemä. Rahoitustarkastuksen markkinavalvojan roolin itsenäisyyttä tukisi, jos esimerkiksi sijoituspalvelujen tarjoamisessa noudatettavan hyvän tavan sisältöä koskeva ohjaus olisi voimakkaammin markkinatoimijoista koostuvalla itsesääntely- ja ohjauksella. Valvontaviranomainen voisi tällöin erityisesti esittää kannanottoja yksittäisissä asioissa ja siten ohjata hyvien menettelytapojen noudattamista.

Kokonaisuudistuksessa arvioitaisiin hyvän arvopaperimarkkinatavan luomisen sekä arvopaperimarkkinoita koskevan asiakasvalitus- ja riidanratkaisutoiminnan kehittämismahdollisuuksia. Erityisesti valitus- ja riidanratkaisuelinten perustamisen tarpeellisuuden arvioinnissa keskeistä on sijoittajansuojan turvaaminen. Keskeistä olisi myös arvioida, lisääntyykö itsesääntelyä parhaiten varsinaisten itsesääntelyelinten kautta vai toimivatko Suomen sääntelykulttuurissa parhaiten yhteissääntelyelimet, esimerkiksi riidanratkaisutehtävissä.

**Kysymys 4**

- a) Onko AML:ssa tai sen nojalla annetuissa asetuksissa viranomaissääntelyä, joka mielestänne sopisi paremmin alemmalle hierarkiatasolle, joko asetuksiin tai Rahoitustarkastuksen määräyksiin?
- b) Miten AML:n tai sen nojalla annettujen asetusten säännökset toimivat mielestänne suhteessa sääntelyä tarkentaviin Rahoitustarkastuksen määräyksiin, suosituksiin, soveltamisohjeisiin tai arvopaperipörssin sääntöihin?
- c) Ovatko itsesääntelyn mahdollistavat säännökset ja puitteet AML:ssa mielestänne riittävät ja toimivat?
- d) Minkälaista uutta itsesääntelyä pidätte tarpeellisena ja millaisia tehtäviä antaisitte itsesääntelyelimille?
- e) Miten mielestänne tulisi painottaa varsinaista itsesääntelyä verrattuna yhteissääntelyyn?

9.7.2008

#### 4.4 Arvopaperimarkkinoiden valvonta

##### 4.4.1 Nykytila

AML 7:1 §:n nojalla Rahoitustarkastus valvoo lain ja sen nojalla annettujen säännösten ja määräysten noudattamista<sup>18</sup>. Rahoitustarkastus on toimilupaviranomainen, valvoo lupaehtojen noudattamista sekä valvottavien toiminnan lainmukaisuutta. Rahoitustarkastus valvoo myös rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskua ja niillä tapahtuvaa kaupankäyntiä sekä selvitys- ja säilytystoimintaa koskevien säännösten ja niiden nojalla annettujen määräysten noudattamista<sup>19</sup>.

Rahoitustarkastuksella on oikeus myöntää poikkeuksia AML:n säännösten mukaisista velvoitteista, kuten julkista ostotarjousta ja lunastusvelvollisuutta koskevista velvoitteista<sup>20</sup>. Rahoitustarkastus voi myös tehdä hallinnollisia päätöksiä, kuten päätöksen esitteen hyväksymisen siirtämisestä toiseen ETA-valtioon<sup>21</sup>, tai arvopaperipörssin osuuden hankinnan vastustamisesta<sup>22</sup>.

AML velvoittaa toimijoita erilaiseen raportointiin ja ilmoituksiin Rahoitustarkastukselle, esimerkiksi kaupparaportointi<sup>23</sup> sekä ilmoitukset epäilyttävistä arvopaperikaupoista<sup>24</sup>. Valvontaviranomaisena Rahoitustarkastus voi antaa kieltopäätöksiä, esimerkiksi kieltää pörssilistalle ottamisen tai päättää listalle ottamisen lykkäämisestä<sup>25</sup>, sekä asettaa omien kieltojen tehosteiksi uhkasakkoja<sup>26</sup>.

AML 4 lukuun sisältyy säännöksiä arvopaperikaupan ja sijoituspalvelujen tarjoamiseen liittyvistä asiakassuhteista, jotka ovat luonteeltaan myös kuluttajaoikeudellisia. AML 7:2 §:ssä säädetään Rahoitustarkastuksen suhteesta kuluttajaviranomaiseen: ”Jos Rahoitustarkastus havaitsee, että arvopaperin markkinoinnissa on menetelty tavalla, jonka voidaan olettaa olevan vastoin kuluttajansuojalakia (38/1978), sen on ilmoitettava asiasta kuluttaja-asiamiehelle. Ennen kuin Rahoitustarkastus saattaa tällaisen asian markkinaoikeuden käsiteltäväksi, sen on pyydettävä kuluttaja-asiamieheltä lausunto.”

##### 4.4.2 Arvio

Rahoitusmarkkinoiden tehokas valvonta on keino ylläpitää toimivia rahoitusmarkkinoita ja niihin kohdistuvaa luottamusta. Erityishaasteena on tehokkaan rajat ylittävän valvontajärjestelmän luominen sekä suomalaisten valvontaintressien varmistaminen suhteessa Suomessa toimiviin ulkomaisiin toimijoihin. Valvontaa koskevan sääntelyn tulee antaa valvontaviranomaisille riittävät toimivaltuudet ja vastaavasti asettaa toimijoille velvolli-

<sup>18</sup> Lisäksi RataL 4.1 § 2 kohta ”---valvoo, että Rahoitustarkastuksen valvottaviksi säädetyt noudattavat rahoitusmarkkinoita koskevia säännöksiä ja niiden nojalla annettuja määräyksiä sekä sääntöjään ja toimilupansa ehtoja”. Eduskuntakäsittelyssä olevan Finanssivalvonnasta annettavan lain (HE 66/2008 vp) mukaan viraston rooli arvopaperimarkkinoiden valvonnassa ei muutu nykyisestä.

<sup>19</sup> RataL 1:4 §.

<sup>20</sup> AML 6:15 §.

<sup>21</sup> AML 2:4.6 §.

<sup>22</sup> AML 3:7 §.

<sup>23</sup> AML 4 luku.

<sup>24</sup> AML 5:16 §.

<sup>25</sup> AML 7:1 a ja 7:2 §.

<sup>26</sup> AML 7:1 c §.

9.7.2008

suus noudattaa valvojan vaatimuksia sekä antaa riittävät läpinäkyvyysvaatimukset. Hallinnon laillisuusperiaatteen kannalta toimivaltuuksien tulee olla tarkkarajaiset ja suhteellisuusperiaatteen mukaiset. Valvottavilla tulee olla käytössään riittävät oikeussuojakeinot.

Yleisesti Rahoitustarkastuksen valvontaroolia pidetään toimivana. Rahoitustarkastuksen rooli on vahvistunut yleisen kansainvälisen kehityssuunnan mukaisesti, ja sen antamien määräysten ja niiden kohteiden lukumäärä on samalla kasvanut.

## Kysymys 5

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

### 4.5 Arvopaperimarkkinalain rakenne

#### 4.5.1 Nykytila

##### *AML:n kokonaisuus, osa- ja lukujako*

AML on jaettu 12 lukuun ja sen kohdealue on laaja. Sääntelyn määrän kasvun myötä lukujaon selvyys voidaan kyseenalaistaa. Esimerkiksi lain 2 ja 4 luvut ovat paisuneet laajoiksi. Laissa on kuitenkin myös asiakokonaisuuksia, jotka edelleenkin toimivat hyvin yhtenäisinä, kuten selvitystoimintaa koskeva 4 a luku ja ostotarjouksia koskeva 6 luku.

Johdannaisia koskeva määritelmä on kirjoitettu suppeaksi ja johdannaiskauppaa säännellään sekä AML 10 luvussa että laissa kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termiineillä (772/1988), jäljempänä OptL.

Kansainväliset esimerkit osoittavat hyvin erilaisia valintoja arvopaperimarkkinalainsäädännön rakenteessa. Keskeisiä arvopaperimarkkinoita koskevia lakeja, joissa on AML:n sisältämää sääntelyä, on Saksassa viisi, Ruotsissa kolme sekä Isossa-Britanniassa ja Tanskassa yksi. Luvanvaraista sijoituspalvelua tarjoavia säännellään Tanskassa ja Saksassa samassa laissa kuin luottolaitoksia, kun taas Isossa-Britanniassa, Ruotsissa ja osin Suomessa tarjoajia säännellään muun arvopaperimarkkinasääntelyn yhteydessä.

Kokonaisuudistuksella on liittymäkohtia sijoituspalveluyrityksistä annettuun lakiin (922/2007), jäljempänä SipaL, ja eräisiin muihin rahoitusala säänteleviin lakeihin. Rahoitusvälineiden markkinat –direktiivin (2004/39/EY) täytäntöönpanon yhteydessäkin pohdittiin, olisiko tiettyjä yksittäisiä säännöksiä sijoitettava SipaL:iin eikä AML:iin.

AML:n ohella kirjanpitolaissa (1336/1997), jäljempänä KPL, on toimintakertomusta, IFRS-tilinpäätöstä ja muuta julkisen kaupankäynnin kohteena olevia arvopapereita liikkeeseen laskeneita yhtiöitä koskevaa sääntelyä. Suomessa, toisin kuin monissa muissa EU:n jäsenvaltioissa, toimintakertomus on tilintarkastuksen kohteena kirjanpidon, tilinpäätöksen ja hallinnon ohella. OYL:ssa on erityissääntelyä, joka koskee julkisia osakeyhtiöitä. Tulevaan Finanssivalvonnasta annettavaan lakiin sisältyy lisäksi useita yksinomaan arvopaperimarkkinoiden valvontaa koskevia erityissäännöksiä.



9.7.2008

#### 4.5.2 Arvio

Lain rakenteen tulee olla käyttäjäystävällinen. Koska AML:n sisältö on kasvanut ja siihen tulee kohdistumaan uudistuspainetta myös jatkossa, lain rakenteen tulee mahdollistaa myöhemmät uudistukset ongelmitta. Rakenteellinen ja tekninen kansallinen lisäsääntely on ongelmallista, sillä se heikentää Suomen ja muiden EU-jäsenmaiden lainsäädännön vertailtavuutta.

AML:n kokonaisuudistuksessa selkeytettäisiin lain osa- ja lukujakoa. Yhden kokonaisuuden muodostavien asiakokonaisuuksien tulisi erottua selvästi. Seuraavassa on esimerkki mahdollisesta AML:n uudesta osajaosta perustuen AML:n nykyiseen sisältöön.

- |      |  |
|------|--|
| Osa  | AML:n mahdollinen osa- ja lukujako   |
| I    | Yleisiä säännöksiä <ul style="list-style-type: none"><li>• Tavoitteet ja yleiset periaatteet</li><li>• Soveltamisala</li><li>• Määritelmät</li></ul>   |
| II   | Arvopapereita koskevien sijoituspalvelujen tarjoaminen <ul style="list-style-type: none"><li>• Yleiset periaatteet</li><li>• Asiakassuhde</li><li>• Arvopaperikauppa</li></ul>   |
| III  | Arvopapereita koskeva tiedonantovelvollisuus <ul style="list-style-type: none"><li>• Yleiset periaatteet</li><li>• Jatkuva tiedonantovelvollisuus</li><li>• Säännöllinen tiedonantovelvollisuus</li><li>• Esite</li><li>• Liputusvelvollisuus</li><li>• Muut tiedonanto- ja avoimuusvelvollisuudet</li></ul> |
| IV   | Julkinen kaupankäynti <ul style="list-style-type: none"><li>• Säännelty markkina</li><li>• Monenkeskinen kaupankäynti</li></ul>  |
| V    | Julkinen ostotarjous ja tarjousvelvollisuus <ul style="list-style-type: none"><li>• Yleiset periaatteet</li><li>• Tarjousasiakirja</li></ul>   |
| VI   | Selvitystoiminta   |
| VII  | Markkinoiden väärinkäyttö  |
| VIII | Valvonta ja pakkokeinot, oikeussuoja <ul style="list-style-type: none"><li>• Valvontaviranomainen ja toimivaltuudet</li><li>• Muutoksenhaku</li><li>• Rangaistussäännökset</li><li>• Vahingonkorvausvelvollisuus</li></ul>   |
| IX   | Voimaantulo- ja siirtymäsäännökset   |

Vaihtoehtoisesti AML voitaisiin jakaa useampaan lakiin. Nykyisin esimerkiksi julkisen kaupankäynnin kohteena olevia arvopapereita liikkeeseen laskeneita yhtiöitä koskevia säännöksiä on sekä KPL:ssa että tilintarkastuslaissa (459/2007).

9.7.2008

Yhden lain edut liittyvät pitkälti lain hallinnoimiseen: lakia muutettaessa sääntelyn yhtenäisyys säilytetään helpommin. Myös lain yleiset periaatteet ja yhteiset säännökset voidaan kohdentaa helpommin<sup>27</sup>. Säädösten sähköinen käyttäminen on yksinkertaisempaa, jos samaa kohdealuetta koskeva säädös löytyy vain yhdestä lakinimikkeestä verrattuna useaan nimikkeeseen. Kansainväliset esimerkit ja sähköiset lakitietokannat tukevat tätä havaintoa.

Kolmantena vaihtoehtona olisi jakaa AML:n rakenne direktiivien soveltamisalojen mukaisesti: esimerkiksi esitedirektiivin (2003/71/EY), rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin ja avoimuusdirektiivin (2004/109/EY) sääntelemiin asiakokonaisuuksiin.

Neljäs vaihtoehto olisi eriyttää kaikki julkisen kaupankäynnin kohteina olevien yhtiöiden yhtiöoikeudellinen sääntely yhteen jaksoon. Viides vaihtoehto olisi säätää optiopörssseitä, optioyhteisöistä ja selvitysyhteisöistä erillisessä laissa, joka koskisi myös keskusvastapuoliselvitystä (CCP).

OptL ja AML 10 luvun säännökset korvattaisiin AML:n yhtenäisellä ja selkeällä johdannaissääntelyllä.

Rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin mukaisten säännösten sijoittamista SipaL:n ja AML:n välillä arvioitaisiin uudelleen. Kokonaisuudistuksen yhteydessä ei olisi kuitenkaan tarkoitus puuttua SipaL:iin tai muuhun rahoitustoimintaa koskevaan lainsäädäntöön laajemmin kuin mikä on teknisesti välttämätöntä tai hyödyllistä.

## Kysymys 6

- a) Mitkä osa-alueet tai asiakokonaisuudet AML:ssa olisi mielestänne esitettävä nykyistä selkeämmin erottuvina kokonaisuuksina ja miten?
- b) Olisiko mielestänne AML:n säännösten suhdetta lähilakeihin muutettava?
- c) Mitä mieltä olette edellä mainituista lain eri rakennevaihtoehdoista?

### 4.6 Lain soveltamisala ja määritelmät

#### 4.6.1 Nykytila

AML:n säännökset ovat laajentuneet kansainvälisiksi EU-harmonisoinnin seurauksena tehdyissä osittaisuudistuksissa ja lain soveltamisala on eriytynyt kohteittain. Käytännössä tärkeä jaottelu liittyy velka-arvopapereita ja osakkeita koskevan sääntelyn väliseen eroteluun sekä siihen, miten laajasti sääntely soveltuu johdannaisiin.

AML:n soveltamisala on kirjoitettu laatimisajankohdan käytännön mukaan lähtien arvopaperin määritelmästä ja luetellen sen lisäksi muutama laissa esiintyvä keskeinen aihealue.

”Tämä laki koskee arvopaperien saattamista yleiseen liikkeeseen, yleiseen liikkeeseen saatettujen arvopaperien vaihdantaa ja selvitystoimintaa sekä kaupankäynnin järjestämistä arvopapereilla”.

<sup>27</sup> Esimerkiksi ostotarjous/tarjousasiakirja ja liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuus/esite.

9.7.2008

Tanskan arvopaperikauppalaissa säädetään, että sitä sovelletaan arvopaperikauppaan, minkä jälkeen seuraa arvopaperikaupan laaja määritelmä. Ruotsin arvopaperimarkkina-laissa säädetään, että ”laissa on säännöksiä arvopaperimarkkinoista”. Saksan arvopaperi-kauppalaan 1 §:n soveltamisalapykälä muistuttaa hieman nykyistä AML 1:1.1 §:ää.

AML:n maantieteelliset soveltamisalat on kirjoitettu lain 1 lukuun viittauksin. Ruotsin, Tanskan ja Ison-Britannian vastaavissa laeissa viittauksia on olennaisesti vähemmän, ja lakien soveltamisala on esitetty käyttämällä useampia määritelmiä sekä jakso- tai asia-kohtaisia soveltamisalasäännöksiä.

Määritelmiä AML:ssa on käytetty varsin vähän, mikä on johtanut pykäläviittausten käyt-  
töön ja säännösten pidentymiseen. Keskeisen lain käsitteistön sisältävät määritelmät eivät  
kaikilta osin vastaa EU-sääntelyn terminologiaa, kuten rahoitusvälineiden markkinat -  
direktiivin rahoitusvälineen ja säännellyn markkinan määritelmien puuttuminen sekä  
johdannaisen määritelmän suppeus. Toisaalta, esimerkiksi esitteiden sääntely on sisällöl-  
lisesti johdonmukaisesti jaettu esitedirektiivin mukaiseen ja muuta kansallista esitettä  
koskeviin säännöksiin, mutta säännösten rakenne ja kirjoitustapa eivät tuo tätä seikkaa  
selkeästi esille.

Lain iästä ja useista osittaisuudistuksista johtuu, että eräät lain vakioilmaisut saattavat ol-  
la epäyhtenäisesti kirjoitetut, mistä voi aiheutua epäselvyyttä säännöstä tulkittaessa. Esi-  
merkkeinä tästä ovat valtuutussäännösten kirjoitustapa ja ilmaisut välittömästi, viipymät-  
tä ja ilman aiheetonta viivytystä<sup>28</sup>.

#### 4.6.2 Arvio

AML:n soveltamisalasäännösten tulee olla mahdollisimman ymmärrettäviä ja selkeitä  
niin sen ammattimaisille kuin ei-ammattimaisille käyttäjille. AML:n soveltamisalasään-  
nös kirjoitettaisiin joko markkinoihin viittaavaksi tai soveltamisalasäännös jätettäisiin  
kokonaan pois.

Laissa säännellään arvopaperien ohella laajasti arvopaperimarkkinoilla toimivia ja eri-  
laista markkinatoimintaa. Kuten eräiden muiden maiden esimerkit osoittavat ja jäljempä-  
nä selostetaan, yksittäisten säännösten soveltamisalat tulisi esittää kohdennetummin.

Kokonaisuudistuksen yhteydessä AML:iin lisättäisiin uusia soveltamisalasäännöksiä,  
esimerkiksi ilmaisemaan monenkeskiseen kaupankäyntiin sovellettava laki. Lisäksi uu-  
distuksessa täsmennettäisiin seuraavien AML:n kohdealueiden soveltamisalaa:

- osakkeita ja niihin oikeuttavia arvopapereita koskevat säännökset,
- velka-arvopapereita koskevat säännökset,
- johdannaisia koskevat säännökset,
- Suomessa rekisteröityihin yhtiöihin sovellettavat säännökset,
- ulkomaisiin liikkeeseenlaskijoihin, jotka ovat ilmoittaneet arvopaperin liikkeeseenlaskumaaksi Suomen, sovellettavat säännökset,

<sup>28</sup> Esimerkiksi säännökset AML 2:1.2 (viivytyksettä oikaistava), 2:3 c (julkistamalla ne ilman aiheetonta viivytystä), 2:7.2 (vii-  
pymättä ilmoitettava), 2:7 b.1 (viipymättä julkistettava), 2:7.3 (välittömästi julkistettava ja toimitettava) ja 2:10 a § (ilmoitus on  
tehtävä viipymättä).

9.7.2008

- arvopapereihin, jotka ovat julkisen kaupankäynnin tai sitä vastaavan kaupankäynnin kohteina joko Suomessa tai muualla ETA-alueella.

Nämä eri soveltamisalat tulisi tarpeen mukaan esittää asianomaisten säännösten yhteydessä tai määritelmien avulla. Esimerkkejä asianomaiseen lukuun viedyistä soveltamisalasäännöksistä ovat markkinoiden väärinkäytön estämistä, liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuutta ja julkisia ostotarjouksia koskevat omat soveltamisalasäännöksensä. Luvussa täsmennettäisiin, mitä liikkeeseenlaskijoita ja muita toimijoita sekä millaisia arvopaperityyppejä säännökset koskevat.

Myös sisällöllisiä soveltamisalakysymyksiä voidaan arvioida uudelleen: esimerkiksi ovatko säännösten soveltamisalat tarkoituksenmukaiset suhteessa EU-direktiiveihin ja kansallisiin etuihin, mikäli valinnan mahdollisuus on olemassa. Esimerkki direktiivin vaatimuksesta poikkeavasta kansallisesta säännöksestä on pakollista ostotarjousvelvollisuutta koskeva AML 6:10 §. Sääntö soveltuu myös niihin suomalaisiin osakeyhtiöihin, joiden arvopaperit ovat julkista kaupankäyntiä vastaavan kaupankäynnin kohteena muualla kuin ETA-alueella, mitä ostotarjousdirektiivi ei sääntelee<sup>29</sup>.

Soveltamisalojen esittämistapa on läheisessä yhteydessä määritelmiin. Uudemmassa suomalaisessa lainsäädännössä käytetään enemmän määritelmiä sääntelyn selkeyttämiseksi. Lisäämällä lakiin esimerkiksi kotipaikka- ja kotivaltiomääritelmiä voidaan yksinkertaistaa maantieteellisten soveltamisalojen esittämistä. Määritelmiä lisäämällä voidaan myös lyhentää säännöksiä. EU-sääntelyn kanssa yhtenäisemmän käsitteistön käyttäminen lisääisi yhtenäisyyttä muun arvopaperimarkkinoita koskevaan sääntelyn kanssa sekä helpottaisi lakien kansainvälistä käytettävyyttä. Myös lakiin täytäntöön pantujen direktiivien selkeämpi mainitseminen voisi lisätä lain käytettävyyttä. AML:ssa on lisäksi jonkin verran terminologista horjuvuutta.

## Kysymys 7

- |  |
|--|
| <p>a) Onko voimassaoleva AML:n soveltamisala mielestänne toimiva?</p> <p>b) Onko AML:ssa käytetyissä määritelmissä puutteita tai pitäisikö määritelmiä lisätä?</p> <p>c) Tulisiko mielestänne edellä esitettyjä määritelmiä koskevia esimerkkejä jatkovalmistella?</p> |
|--|

## 4.7 Oikeussuojakeinot

### 4.7.1 Nykytila

Muutoksenhausta viranomaisten päätöksiin säädetään AML 10:3 ja 10:3 a §:ssä. AML 10:3.1 §:ssä säädetään muutoksenhausta valtiovarainministeriön päätöksiin mukaan luetuina sen tekemättä jättämät tai myöhässä tekemät päätökset. Momentissa on yleinen viittaussäännös valituksesta hallintolainkäyttölain (586/1996) mukaisessa järjestyksessä.<sup>30</sup>

<sup>29</sup> AML 1:1.10 §.

<sup>30</sup> AML 10:3 § on äskettäin muutettu ja muutos tulee voimaan 1.9.2008 (laki 18.6.2008/392).

9.7.2008

AML ei sisällä viittaussäännöstä muutoksenhausta Rahoitustarkastuksen päätöksiin, mistä säädetään RataL 37.1 §:ssä. Rahoitustarkastuksen tekemiin päätöksiin haetaan pääsääntöisesti muutosta Helsingin hallinto-oikeudelta.

AML 10:3.2 §:ssä säädetään henkilöistä, joilla on oikeus valittaa Rahoitustarkastuksen päätöksestä. Säännös koskee arvopaperin pörssilistalta poistamista<sup>31</sup>. AML 10:3.4 §:ssä säädetään eräistä poikkeuksista yleiseen periaatteeseen Rahoitustarkastuksen päätösten täytäntöönpanokelpoisuudesta valituksesta huolimatta. Säännös koskee AML:n nojalla tehtyä päätöstä lunastukseen oikeutetuista pakollisessa lunastustarjouksessa ja arvopaperin ottamista pörssilistalle koskevaa päätöstä.

AML 10:3 a §:n nojalla esitteitä, ostotarjouksia ja säännöllistä tiedonantovelvollisuutta koskevista Rahoitustarkastuksen päätöksiä voidaan valittaa markkinaoikeuteen hallintolainkäyttölain mukaisessa järjestyksessä. Perusteena poikkeukselliselle muutoksenhakuuomioistuimelle on ollut tarve varmistaa arvopaperimarkkinaoikeudellinen erityisosaaaminen. Finanssivalvontalakiehdotuksessa AML 10:3 a §:ään ei esitetä muutosta.

Lakiin ei sisälly erityistä oikeuspaikkasäännöstä. AML:iin perustuvat riita-asiat pannaan vireille yleisten prosessioikeuden oikeuspaikkasäännösten mukaisesti. Julkisen kaupankäynnin kohteena olevien arvopapereita liikkeeseen laskeneiden osakeyhtiöiden kotipaikkana on usein Helsinki, jolloin yhtiön ollessa vastaajana riita-asiat käsitellään pääsääntöisesti Helsingin käräjäoikeudessa. Arvopaperimarkkinoihin liittyvää oikeuskäytäntöä on Suomessa melko vähän ja siitä suurin osa on rikosperusteista.

#### 4.7.2 Arvio

Oikeussuojasäännösten tulee olla johdonmukaiset ja aukottomat. AML:n muutoksenhaku- ja muita oikeussuojasäännöksiä on muutettu viimeksi esitedirektiivin täytäntöönpanon yhteydessä vuonna 2006. Niissä ei ole havaittu suuria ongelmia. Finanssivalvonnasta annettavassa laissa säädettäisiin, että valvontaviranomainen voi antaa asiakkaansuojaa koskevia kiello- ja uhkasakkopäätöksiä, joista voidaan valittaa markkinaoikeuteen.

Jatkovalmistelussa arvioitaisiin esimerkiksi seuraavia asioita:

- a) AML:iin voitaisiin lisätä yleinen viittaussäännös Finanssivalvonnasta annettuun lakiin koskien muutoksenhakua valvontaviranomaisen päätöksistä, kuten valtiovarainministeriöstä on säädetty AML 10:3 §:ssä.
- b) Markkinaoikeus säilyisi AML 10:3 a §:ssä tarkoitettuna muutoksenhakuviranomaisena esitettä, ostotarjousta ja jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta koskevissa asioissa. Valitusviranomaisen olisi siten sama kuin asiakkaansuojaa koskevissa asioissa Finanssivalvonnasta annettavan lain nojalla.
- c) AML:n säännöksiä valitukseen oikeutetuista verrattaisiin hallintolainkäyttölain vastaaviin säännöksiin.
- d) AML:iin perustuvat riita-asiat käsiteltäisiin Helsingin käräjäoikeudessa.

<sup>31</sup> Monenkeskinen kaupankäynti päättyy kaupankäynnin järjestäjän päätöksellä (3 a:9 §). Rahoitustarkastuksen oikeudesta keskeyttää kaupankäynti säädetään 7:1 a §:ssä ja markkinanoikeuden oikeudesta kieltää kaupankäynti säädetään 7:2 §:ssä.

9.7.2008

## Kysymys 8

- a) Ovatko AML:n oikeussuojasäännökset mielestänne selkeät ja toimivat?  
b) Tulisiko mielestänne edellä esitettyjä ehdotuksia jatkovalmistella?

## 5 Aineellisia kysymyksiä

### 5.1 Arvopapereita koskeva tiedonantovelvollisuus

#### 5.1.1 Nykytila

*Tiedonantovelvollisuutta koskeva EU-säätely on lisääntynyt*

Oman pääoman ehtoisia ja muita arvopapereita koskeva tiedonantovelvollisuus on keskitetty AML 2 lukuun. Pääosa velvollisuuksista koskee arvopaperien liikkeeseenlaskijoita. Säätelyn ulottuvuus on kuitenkin laajempi, esimerkiksi arvopaperin markkinointia koskevat säännökset koskevat kaikkia arvopaperin tarjoajia, ja säätelyn kohteet ovat laajentuneet ja kansainvälistyneet. Avoimuidirektiivin täytäntöönpanon seurauksena tiedonanto- ja liputusvelvollisuudessa siirryttiin entistä selkeämmin kotivaltioperiaatteeseen. AML:n säännöksiä sovelletaan myös suomalaisten liikkeeseenlaskijoiden arvopapereihin, jotka ovat julkisen kaupankäynnin kohteina muussa ETA-valtiossa. Ulkomaisiin arvopapereihin, vaikka ne olisivat julkisen kaupankäynnin kohteina Suomessa, sovelletaan ensisijaisesti niiden liikkeeseenlaskijan kotivaltion lakia.

*Säännöllinen ja jatkuva tiedonantovelvollisuus*

Liikkeeseenlaskijan säännöllistä ja jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta koskeva säätely oli keskeisiltä osiltaan voimassa AML 2 luvussa ennen viimeisimpien rahoitusmarkkinoita koskevien direktiivien täytäntöönpanoa<sup>32</sup>. AML:n ohella KPL:ssa on toimintakertomusta koskevaa säätelyä. KPL 3:1 §:n nojalla liikkeeseenlaskijan on liitettävä tilinpäätökseen toimintakertomus, jos yhtiön arvopaperit ovat julkisen kaupankäynnin tai sitä vastaavan kaupankäynnin kohteina ETA-alueella.

Avoimuidirektiivin johdosta AML 2 lukuun lisättiin säännöksiä muun muassa tietojen julkistamis-, toimittamis- ja säilyttämistavoista, millä otetaan huomioon sijoittajat myös muualla kuin yhtiön kotimaassa<sup>33</sup>. Näihin kuuluvat muun muassa luonteeltaan yhtiöoikeudelliset säännökset AML 2:6 b ja 2:6 d §:ssä. Direktiivi tarkensi osavuositarkastusten ja tilinpäätöstiedotteiden sisältöä. AML 2:5 §:ssä oli ennen avoimuidirektiivin täytäntöönpanoa osakkeiden liikkeeseenlaskijaa koskeva velvoite laatia neljännesvuosittainen osavuositarkastus. Avoimuidirektiivin täytäntöönpanossa säännökseen lisättiin liikkeeseenlaskijan mahdollisuus valita lainkohdan 4 momentin edellytyksin julkaista johdon osavuotinen selvitys tilikauden kolmelta ja yhdeksältä ensimmäiseltä kuukaudelta<sup>34</sup>.

<sup>32</sup> Avoimuidirektiivin, markkinoiden väärinkäyttö-, esite- ja tilinpäätösdirektiivien täytäntöönpanon yhteydessä kansallinen säätely mukautettiin näihin vuosina 2005 ja 2007.

<sup>33</sup> AML 2:6 c, 2:6 d ja 2:10 §.

<sup>34</sup> VMA (9.2.2007/153), jossa muun muassa säädetään yhtiön edellytykset tehdä tällainen katsaus. Valtuutussäännös sisältyy AML 2:10 e.2 §:ään.

9.7.2008

Valtiovarainministeriö on antanut asetuksen säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta, mutta ei jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta. Rahoitustarkastuksen standardeissa sekä arvopaperipörssin säännöissä on jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta koskevia määräyksiä ja ohjeita<sup>35</sup>.

#### *Esitteet*

Esitedirektiivin täytäntöönpanossa AML:iin lisättiin esitteen julkistamista koskevia yleisiä periaatteita, kokeneen sijoittajan määritelmä, liikkeeseenlaskijan vuosikoosteen laatimisvelvollisuus sekä kansainvälisiä säännöksiä esitteiden hyväksymiseen ja kotipaikan valintaan liittyen.

Esitedirektiivi sekä komission esiteasetukset<sup>36</sup> sääntelevät arvoltaan 2,5 miljoonaa euroa suurempia anteja. Esitteet jaotellaan direktiivissä tarkoitettuihin ja muihin esitteisiin, joista voidaan säännellä kansallisesti. Molemmille esitetyypeille on yhteistä sääntely julkistamisvelvollisuudesta, esitteen hyväksyttämistä ennen julkaisemista sekä poikkeusperusteista. Valtiovarainministeriö on antanut kaksi asetusta esitteistä: toisen esitedirektiivin täytäntöönpanoon ja toisen kansalliseen sääntelytarpeeseen liittyen.

#### *Liputussäännökset*

Osakkeenomistajan ääni- ja omistusosuutta koskevia liputussäännöksiä täsmennettiin avoimuusdirektiivin täytäntöönpanon yhteydessä vuonna 2007. Keskeisin liputusvelvollisuutta koskeva 2:9 § jäi voimaan muotoon, joka oli säädetty liputusdirektiivin (88/627/ETY) täytäntöönpanon yhteydessä vuonna 1994. Avoimuusdirektiivissä ja sen täytäntöönpanodirektiivissä (2007/14/EY) artikkelit omistus- ja ääniosuuksia koskevasta ilmoitusvelvollisuudesta on kirjoitettu huomattavasti yksityiskohtaisemmin verrattuna liputusdirektiivin säännöksiin.

Avoimuusdirektiivi sisältää säännökset osakeomistukseen ja erilaisiin äänioikeussopimuksiin perustuvasta ilmoitusvelvollisuudesta (9 ja 10 artikkelit) sekä erikseen säännöksen rahoitusvälineiden hankkimiseen perustuvasta ilmoitusvelvollisuudesta (13 artikla). AML 2:9 §:n sääntelyä ei ole jaoteltu vastaavasti. Säännös poikkeaa myös sisällöllisesti eräiltä osin avoimuusdirektiivin 9-15 artikloista. Seuraavassa keskeisimmät avoimuusdirektiivin liputussäännökset, jotka poikkeavat AML:n säännöksistä:

- Ilmoitus muutoksesta on tehtävä liikkeeseenlaskijalle mahdollisimman pian, kuitenkin viimeistään neljän kaupankäyntipäivän kuluessa siitä, kun ilmoitusvelvollinen sai tiedon toimenpiteestä, josta ilmoitusvelvollisuus syntyy.
- Liikkeeseenlaskijan on julkistettava tieto ilmoituksen saatuaan kuitenkin viimeistään kolmantena kaupankäyntipäivänä ilmoituksen saamisesta (jäsenvaltiot voivat vapauttaa liikkeeseenlaskijan julkistamisesta, jos viranomainen julkistaa tiedon).
- Rahoitusvälineisiin perustuva ilmoitusvelvollisuus koskee rahoitusvälineen hankkimista.

<sup>35</sup> Standardi liikkeeseenlaskijan ja osakkeenomistajan tiedonantovelvollisuus (5.1), standardi liikkeeseenlaskijan ja osakkeenomistajan tiedonantovelvollisuus (5.2b). Pörssin sääntöjen luku 3.3 (voimaan 1.7.2008).

<sup>36</sup> Komission esiteasetukset (EY) N:o 809/2004 ja (EY) N:o 1787/2006.

9.7.2008

- Rahoitusvälineisiin perustuva ilmoitusvelvollisuus käsittää vain oikeuden hankkia jo liikkeeseen laskettuja osakkeita.
- Jäsenvaltiot voivat säätää poikkeuksen ilmoitusvelvollisuudesta, joka koskee sijoituspalvelujen tarjoajien kaupankäyntivarastoa (2 artiklan 6 kohta). Suomessa tätä kohtaa ei ole pantu täytäntöön.

AML 2:9 §:n mukaan ilmoitusvelvollisuus koskee myös muutosta suhteessa osakkeiden kokonaismäärään, ei ainoastaan suhteessa äänimäärään, jota direktiivi edellyttää. Säännöksellä on merkitystä niiden yhtiöiden kannalta, joilla on erilaisia osakkeita ja niissä äänivaltaeroja.

### 5.1.2 Arvio

Tiedonantovelvollisuutta koskevan sääntelyn tulee turvata hyvä sijoittajansuoja ensi- ja jälkimarkkinoilla. Toisaalta suomalaisia liikkeeseenlaskijoita, jotka hankkivat pääomaa arvopaperimarkkinoilta Suomessa, ei tule rasittaa tarpeettoman laajalla tiedonantovelvollisuudella. Jälkimarkkinoilla liikkeeseenlaskijoiden säännöllisen ja jatkuvan tiedonantovelvollisuuden tulee myös täyttää tämä tavoite ja lisäksi edistää markkinoiden avoimuutta sekä lisätä markkinoita kohtaan tunnettua luottamusta.

AML 2 luvun tiedonantovelvollisuutta koskevat säännökset täyttävät hyvin edellä mainitut tavoitteet. Sääntely on sopeutettu EU-sääntelyyn, lukuun ottamatta osaa liputussäännöksiä. Seuraavassa on esitetty esimerkkejä osa-alueista, joita arvioidaan jatkovalmistelussa.

a) *Esitteet.* Suomalaisten yritysten rahoituksen hankkimisen edistämiseksi säädettäisiin pienanteihin ja muille kuin julkisen kaupankäynnin kohteeksi otettaville arvopapereille yksinkertaisempi esitevaihtoehto, jota EU:n esitedirektiivi ja -asetus eivät sääntele. Valtiovarainministeriön kahdesta esiteasetuksesta sekä esitteiden kansainvälistä hyväksymisyhteistyötä koskevasta menettelytapasääntelystä voitaisiin säätää yhdessä asetuksessa, jos tämä edistää säännösten käytettävyyttä.

b) *Liputusrajat.* Julkisen kaupankäynnin kohteina olevien yhtiöiden omistuksen julkisuuden lisäämiseksi nykyinen omistusosuuden ilmoittamiskynnys voitaisiin laskea esimerkiksi kahteen tai kolmeen prosenttiin, eli avoimuusdirektiivin mukaisia vähimmäisrajoja alemmaksi.<sup>37</sup>

Markkinoiden avoimuuden lisäämiseksi saattaisi olla perusteltua säätää osakkeenomistajalle liputusvelvollisuus myös 90 %:n lunastusrajan ylittyessä. Tällä hetkellä yhtiöllä on kuitenkin OYL:n mukainen velvollisuus ilmoittaa lunastusoikeudesta ja -velvollisuudesta kaupparekisteriin, jota vastaava liputusvelvollisuus vastaisi AML 6 luvun mukaista ostoparjousvelvollisuutta.

c) *Liputusilmoitukset - omistus- ja ääniosuuksia koskeva muutokset.* Kokonaisuudistuksen yhteydessä AML 2:9 §:n 1 ja 3 momentteihin sisältyvää liputussäännöstä voitaisiin

<sup>37</sup> Eräissä EU-maissa on voimassa avoimuusdirektiiviin verrattuna alempi ilmoituskynnys. Esimerkiksi Saksan WpHG 21 ja 25§: alin kynnyks on 3 % kokonaisäänimäärästä kuitenkin niin, että rahoitusvälineiden hankkimiseen perustuva ilmoitusvelvollisuus soveltuu vasta 5 %:sta alkaen. Isossa-Britanniassa (DTR 5.1.2) alaraja on myös 3 %. Avoimuusdirektiivin mukaisesti liputusrajat saattavat tulla EU-arvioinnin kohteeksi kesäkuussa 2009, kun komissio laatii asiasta kertomuksen.



9.7.2008

muuttaa tarkemmin vastaamaan avoimuusdirektiiviä ja sen täytäntöönpanodirektiiviä. Avoimuusdirektiivissä määritetystä kohdealueesta poikkeamisesta on seurannut erilaista liputussääntelyä ja -käytänteitä verrattuna muihin EU:n jäsenvaltioihin.

Erityisesti kaupankäyntivarastoa koskevan poikkeusoption käyttäminen (2 artiklan 6 kohta) ja rahoitusvälineitä koskeva 13 artikla olisivat merkityksellisiä, koska AML velvoittaa antamaan myös ilmoituksia, jotka eivät tosiasiallisesti johda äänivaltamuutoksiin kohdeyhtiöissä.

Direktiivi sallii liputusilmoituksen tekemisen viimeistään neljäntenä kaupankäyntipäivänä. Näin pitkä määräaika olisi omiaan pidentämään riskiä tiedon vuotamisesta. Liputusilmoitus liikkeeseenlaskijalle ja Rahoitustarkastukselle voitaisiin säätää tehtäväksi viimeistään seuraavan kaupankäyntipäivän alkaessa eikä vasta viimeistään neljäntenä kaupankäyntipäivänä. Muun muassa Isossa-Britanniassa, Ruotsissa ja Tanskassa on säädetty direktiiviä tiukemmat ilmoitusmääräajat<sup>38</sup>. Ehdotettu määräaika verrattuna voimassa olevaan ilmoitusvelvollisuuteen ilman aiheutonta viivytystä ottaisi huomioon erilaiset liputustapahtumat, tapahtumat kaupankäyntiaikojen päätyttyä ja mahdolliset kohdeyhtiön tarpeet hankkia lisäselvitystä tapahtumasta ennen julkistusta.

d) *Jatkuva tiedonantovelvollisuus.* Jatkovalmistelussa selvitetään, tulisiko valtionvarainministeriön antaa asetus liikkeeseenlaskijan jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta.

## Kysymys 9

- |   |
|---|
| <p>a) Ovatko mielestänne arvopapereita ja rahoitusvälineitä koskevat tiedonantovelvollisuussäännökset toimivia edellä mainittujen sääntelyn tavoitteiden näkökulmasta?</p> <p>b) Tulisiko edellä esitettyjen esimerkkien mukaisia ehdotuksia jatkovalmistella?</p> <p>c) Miten esitesäännöksiä tulisi mielestänne kehittää?</p> |
|---|

## 5.2 Pörssitoiminta ja monenkeskinen kaupankäynti

### 5.2.1 Nykytila

AML 3 luku jaettiin julkista kaupankäyntiä koskevaksi 3 luvuksi ja monenkeskistä kaupankäyntiä koskevaksi 3 a luvuksi rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin täytäntöönpanon yhteydessä. Aikaisempi niin sanottu muuta julkista kaupankäyntiä koskeva sääntely kumottiin. Arvopaperipörssin toimintaa koskevan sääntelyn määrä kasvoi ja sääntely

<sup>38</sup> Vrt. Ruotsin LHF 4 luku: ilmoitus on, kuten Suomessa, tehtävä samanaikaisesti sekä liikkeeseenlaskijalle että viranomaiselle. Liikkeeseenlaskijalle ilmoitus on tehtävä seuraavan kaupankäyntipäivän aikana tapahtumasta. Erikseen säädetään, että rahoitustarkastuksen on julkistettava tieto viimeistään ilmoituksen saapumista seuraavana kaupankäyntipäivänä kello 12.00. Tanskan Vphl 29 §:ssä sekä ”Bekendtgørelse om storaktionærer” (21.3.2007) 2 §:ssä säädetään, että ilmoitus liikkeeseenlaskijalle ja rahoitustarkastukselle on tehtävä mahdollisimman pian, mikä tarkoittaa asetuksen mukaan saman kaupankäyntipäivän aikana (ei-tanskalaiselle liikkeeseenlaskijalle viimeistään neljäntenä kaupankäyntipäivänä) kaupasta, eräin poikkeuksin. FSA:n määräysten DTR 5.1.2 ja 5.8.3 nojalla ilmoitus liikkeeseenlaskijalle ja FSA:lle on tehtävä mahdollisimman pian, mutta viimeistään toisena kaupankäyntipäivänä tiedoksi saamisesta (ei-UK- liikkeeseenlaskijalle viimeistään neljäntenä kaupankäyntipäivänä). Saksan WpHG 21 §:ssä säädetään, että ilmoitus on, direktiivin mukaisesti, tehtävä liikkeeseenlaskijalle ja rahoitustarkastukselle ilman aiheutonta viivytystä, kuitenkin viimeistään neljäntenä kaupankäyntipäivänä tapahtumasta. Liikkeeseenlaskijan on julkistettava tieto viimeistään kolmantena päivänä ilmoituksen saamisesta.

9.7.2008

yhtenäistettiin sijoituspalveluyritysten ja luottolaitosten toimintaa koskevan sääntelyn kanssa.

Pörssilista eli virallinen lista ei enää ole erityinen kaupankäynnin muoto, vaan julkista kaupankäyntiä, johon sovelletaan niin sanotun kodifointidirektiivin 2001/34/EY listalleottoa ja listalta poistamista koskevia vaatimuksia. Muulle kuin pörssilistalle on mahdollista ottaa julkisen kaupankäynnin kohteeksi arvopaperi tietyin edellytyksin myös ilman liikkeeseenlaskijan suostumusta. Pörssillä on mahdollista säännöissään määrätä pörssilistan ylläpidosta.

Monenkeskisen kaupankäynnin sääntelyllä on haluttu mahdollistaa vaihtoehtoisten ja kilpailevien markkinapaikkojen perustaminen. Niissä voidaan käydä kauppaa sekä säännellyllä markkinalla olevilla arvopapereilla että listaamattomilla arvopapereilla ja myös ilman liikkeeseenlaskijan suostumusta. Monenkeskisen kaupankäynnin järjestäjältä, joka voi olla pörssi, luottolaitos tai sijoituspalveluyritys, edellytetään sääntöjä, joista käyvät ilmi keskeiset kaupankäynnin periaatteet sekä liikkeeseenlaskijan oikeudet ja velvollisuudet. Direktiivin tarkoittamaa monenkeskistä kaupankäyntiä ei ole toistaiseksi perustettu Suomeen. Tukholman pörssin First North -listalla on kaksi suomalaisyhtiötä.

Direktiivin vähimmäissääntelyn lisäksi AML 3 a lukuun on sisällytetty kansallisena sääntelynä meklarilista, jossa arvopaperit ovat kaupankäynnin kohteena liikkeeseenlaskijan hakemuksesta. Vastaavia kevyemmin säänneltyjä markkinapaikkoja on useilla markkinoilla Euroopassa, kuten Saksassa, Isossa-Britanniassa ja Ruotsissa. Kaupankäynnin järjestäjän edellytetään vahvistavan kaupankäynnin säännöt, joita liikkeeseenlaskija sitoutuu noudattamaan. Meklarilistalla olevaan arvopaperiin sovelletaan AML 3 a:3 sekä 3 a:13 §:ää, joka on lievempi kuin AML 2:7 §. Esitteestä edellytetään määräyksiä meklarilistan järjestäjän säännöissä.

Sisäpiirintiedon määritelmä AML 5:1 §:ssä sekä tiedon käyttämisen kieltö AML 5:2 §:ssä koskevat myös monenkeskistä kaupankäyntiä, mitä ei edellytetä direktiivissä. Kielto rajoittuu monenkeskisessä kaupankäynnissä tehtyihin kauppoihin sellaisten arvopaperien, jotka ovat monenkeskisen kaupankäynnin kohteena muulla kuin meklarilistalla. Kaupoista on lisäksi raportoitava Rahoitustarkastukselle<sup>39</sup>.

### 5.2.2 Arvio

Pörssitoimintaa ja monenkeskistä kaupankäyntiä koskevan sääntelyn tulee varmistaa markkinapaikkojen toiminnan luotettavuus, arvopaperimarkkinoilla edellytettävien muiden yleisten periaatteiden noudattaminen sekä edistää uusien markkinapaikkojen perustamista. Uusien monenkeskisten kaupankäyntipaikkojen tulisi luoda edellytykset markkinapaikkojen kilpailulle. Pörssien yhdistymisen myötä myös monenkeskinen kaupankäynti voi hakeutua Suomen rajojen ulkopuolelle pörssien mukana, vaikka kaupankäyntipaikkoja voivat perustaa muutkin kuin pörssitoimijat.

Pörssijä ja monenkeskistä kaupankäyntiä koskeva sääntely täyttää sääntelylle edellä esitetyt tavoitteet. Sääntely on sopeutettu EU-sääntelyyn lukuun ottamatta säännellyn mark-

<sup>39</sup> AML 4:18 §. Rahoitustarkastus ei ole antanut ohjeita raportoinnista.

9.7.2008

kinan käsitettä. Mikäli säännelty markkina määriteltäisiin laissa, tämä tulisi merkitsemään teknisiä muutoksia useisiin lakeihin.

Rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin täytäntöönpanon yhteydessä keskusteltiin siitä, tuleeko pörssin säännöt hyväksyä valtiovarainministeriössä, Rahoitustarkastuksessa tai muulla tavalla. Arvopaperipörssillä on keskeinen merkitys kansallisille rahoitusmarkkinoille ja se ohjaa markkinoiden toimintaa sääntöjensä välityksellä. Tästä syystä on perusteltua, että pörssin säännöt hyväksyy kansallinen rahoitusmarkkinoiden kehitystä ohjaava viranomainen.

Monenkeskisiä kaupankäyntipaikkoja ei ole perustettu Suomeen, minkä vuoksi kaupankäyntipaikkojen perustamista edistäviä sääntelyn keinoja arvioidaan kokonaisuudistuksessa. Listautumishalukkuuteen vaikuttavat kuitenkin useat taloudelliset ja verotussyyt, jotka eivät liity suoraan markkinapaikan sääntelyyn.

## Kysymys 10

Tulisiko arvopaperipörssijä ja monenkeskistä kaupankäyntiä koskevaa AML:n sääntelyä muuttaa edellä mainittujen sääntelyn tavoitteiden saavuttamiseksi?
--

### 5.3 Arvopaperikauppa ja sijoituspalvelujen tarjoajat (arvopaperinvälittäjät)

#### 5.3.1 Nykytila

AML 4 luvussa säädetään arvopaperikaupasta sekä sijoituspalvelujen tarjoamisesta. Luku sisältää arvopaperikauppaa koskevia raportointi- ja muita erityissäännöksiä. Säännökset sisältävät velvollisuuksia paitsi suhteessa sijoittaja-asiakkaaseen myös velvollisuuksia, jotka eivät suoraan kohdistu asiakassuhteeseen, vaan liittyvät markkinoiden avoimuuteen ja niiden valvontaan. Tällaisia ovat esimerkiksi arvopaperinvälittäjien velvollisuudet sijoitussuosituksia esitettäessä (13 §), epäilyttävien liiketoimien ilmoitusvelvollisuus (16 §) sekä kauppaporointia koskevat velvollisuudet (18 §). Luvussa olevilla säännöksillä on siten liittymäkohta SipaL:iin.

Lukuun tehtiin merkittäviä lisäyksiä ja muutoksia rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin täytäntöönpanon yhteydessä. Muutokset koskevat sijoituspalvelujen tarjoamisessa noudatettavia menettelytapoja asiakassuhteessa sekä arvopaperikaupassa. Asiakkaan luokittelu hyväksyttäväksi vastapuoleksi, ammattimaiseksi tai ei-ammattimaiseksi asiakkaaksi vaikuttaa keskeisesti koko sijoituspalvelusuhteen sisältöön. Näiden asiakasryhmien kohteluun lisättiin laajasti yksityiskohtaista sääntelyä.

Lukuun lisättiin myös direktiivin edellyttämiä osakekaupankäynnin avoimuuteen liittyviä säännöksiä.

#### 5.3.2 Arvio

Sijoituspalvelujen tarjoamisessa noudatettavan sääntelyn tulee turvata Suomessa hyvä sijoittajansuoja sekä edistää yhtenäisiä toimintatapoja palvelun tarjoajien piirissä ja eri sijoituspalveluissa. Toimijoiden välisen kilpailun edistämiseksi suomalaisen sääntelyn tulee olla kilpailukykyistä. Laadukkaiden sijoituspalvelujen turvaaminen edellyttää selkeää

9.7.2008

ja johdonmukaista sääntelyä, tehokasta valvontaa sekä luotettavaa ja toimivaa itsesääntelyä.

AML 4 luvun sijoittajansuoja vastaa direktiiveissä säädettyä. Jatkovalmistelussa arvioidaisiin lähinnä seuraavia kysymyksiä:

a) Yleisiä periaatteita ilmentävien säännösten tulee olla riittävän kattavia, jotta ne lisäävät sijoittajansuojaa ja ohjaavat itsesääntelyä. Luvussa olevat yleissäännökset, esimerkiksi hyvää tapaa koskeva AML 4:1 § ja kohtuuttomia sopimusehtoja koskeva 4:2 § eivät ole olleet arvioinnin kohteina vähään aikaan. Kuluttajansuojalain 2 luvun uudistaminen vuonna 2008<sup>40</sup> muuttaa säännöksiä, jotka ovat olleet alun perin näiden lainkohtien esikuvina. Tämä ja muu sijoituspalvelujen sääntelykehitys on otettava huomioon myös säännösten arvioinnissa.

b) Ammattimaisen ja ei-ammattimaisen asiakkaan välinen jaottelu määrittää keskeisesti asiakkaiden ja palveluntarjoajan oikeuksia ja velvollisuuksia. Sääntely perustuu rahoitusvälineiden markkinat -direktiiviin ja on varsin yksityiskohtaista. Kokonaisuudistuksessa tarkasteltaisiin toimijoiden kokemuksia jaottelun vaikutuksista.

c) Arvopaperikaupassa olennaisen komissiokaupan sääntely on edelleen vuoden 1734 kauppakaaren 18 luvun varassa. Ruotsissa vastaava normistoa ollaan uudistamassa komiteamietinnön pohjalta<sup>41</sup>, jossa on ehdotettu komissiota koskevien säännösten pakottavuutta kuluttajasuhteessa. Arvopaperimarkkinat tarvitsevat ajantasaisen perusnormiston niin siviili- kuin kauppaoikeudellisen sääntelyn alalla, ja tätä sääntelyä tulisi tarpeellisessa määrin uudistaa. Laki kuuluu oikeusministeriön hallinnonalaan.

## Kysymys 11

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

### 5.4 Selvitystoiminta

#### 5.4.1 Nykytila

Selvitystoimintaa koskevat säännökset ovat AML 4 a luvussa. Selvitysyhteisön toiminnan harjoittaminen edellyttää valtiovarainministeriön toimilupaa. Selvitysosapuolen oikeudet myöntää puolestaan selvitysyhteisö. Selvitystoimintaa ei ole EU-tasolla harmonisoitu esimerkiksi yhteisönlaajuisen selvitysyhteisön toimiluvan tasolla. Rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin täytäntöönpanon yhteydessä lukuun tehtiin eräitä vastaavia muutoksia kuin arvopaperipörssiä koskeviin säännöksiin.

Suomessa selvitysyhteisönä toimii Suomen Arvopaperikeskus Oy, jäljempänä APK, joka hoitaa myös arvo-osuusjärjestelmästä annetun lain (826/1991) mukaisia kansallisen arvopaperikeskuksen tehtäviä.

<sup>40</sup> HE 32/2008.

<sup>41</sup> Fondkommission - och en ny kommissionslag (SOU 2005:120).

9.7.2008

## 5.4.2 Arvio

Selvitystoimintaa koskevan sääntelyn tulee varmistaa Suomen arvopaperimarkkinoiden kannalta välttämättömien selvityspalveluiden saatavuus, toimivuus ja turvallisuus mukaan lukien riittävä suoja sijoittajille ja selvitysosapuolille. Sääntelyn tulee samalla mahdollistaa selvitystoiminnan ja -palveluiden kehittyminen ja tehostuminen, joka koituu suomalaisten arvopaperimarkkinoiden, toimijoiden ja asiakkaiden eduksi. Lisäksi selvitystoimintaa koskevan sääntelyn on seurattava toiminnan ja liiketoimintamallien kehittymistä. EU-lainsäädännön vaatimusten mukaisesti ulkomaisten toimijoiden palvelujen tarjonta ja toimiminen selvitysosapuolena Suomessa on jo mahdollista. Selvitysosapuolilta edellytettävät vaatimukset ovat kuitenkin jossain määrin muiden Pohjoismaiden sääntelyssä edellytettyä tiukemmat.

Selvitystoiminnan sääntelyssä on otettava huomioon, että selvitys- ja arvosuusjärjestelmän rakenteilla on kiinteä yhteys sijoituspalveluyritysten omaisuudenhoidon hallintajärjestelmiin, joissa ylläpidetään omistajakohtaisia varainhoitotilejä, sekä markkinapaikkojen kaupankäyntijärjestelmiin. Ulkomaiset sijoituspalveluyritykset ja markkinapaikat tarjoavat kasvavassa määrin palveluja etenkin suomalaisille institutionaalisille sijoittaja-asiakkaille. Keskeinen kysymys on, miten Suomen selvitys- ja arvosuusjärjestelmä toimivat mahdollisimman tehokkaasti yhdessä muualla Euroopassa laajasti käytössä olevan arvopaperien moniportaisen hallintajärjestelmän kanssa.

Arvopaperien rajat ylittävä kaupankäynti on kasvanut EU:n alueella voimakkaasti, ja uusia vaihtoehtoisia markkinapaikkoja on perustettu runsaasti. Arvopaperien selvitystoiminnan kansalliset ja toisistaan poikkeavat säädökset, toimintatavat sekä menettelyt estävät osaltaan todellisten yhteisten tehokkaiden eurooppalaisten arvopaperimarkkinoiden syntymisen. Selvitystoiminnan tehokkuuden ja varmuuden saavuttamiseen tähtääviä keskeisiä ajankohtaisia EU-tasoisia aloitteita ja hankkeita ovat:

- 1) Menettelytapakoodi (Code of Conduct),
- 2) Euroopan keskuspankin TARGET2-Securities-palvelu,
- 3) Rahoitusmarkkinoiden toiminnallisten, oikeudellisten ja verotuksellisten esteiden eli niin sanottujen Giovannini-esteiden poistaminen, ja
- 4) Euroopan keskuspankkijärjestelmän (EKPJ) ja Euroopan arvopaperimarkkinavalvojen komitean (CESR) yhdessä valmistelemat arvopaperien selvitystoimintaan liittyvät suositukset<sup>42</sup>.

Arvopaperien selvitystoiminta on perinteisesti ollut varsin kansallista, mutta toiminta on tällä hetkellä selvästi yhdistymässä ja linkittymässä. EU:n alueella on valmisteilla ja toteutettu kansallisten arvopaperikeskusten liittoutumia<sup>43</sup>. APK on äskettäin allekirjoitetun aiesopimuksen perusteella yhdistymässä yhdessä Ruotsin VPC:n kanssa Euroclear-konserniin ja sen järjestelmiin<sup>44</sup>.

<sup>42</sup> Ks. tarkemmin esimerkiksi ECOFIN-neuvoston päätelmät 3.6.2008.

<sup>43</sup> Link up Markets -yhteisyrityshanke seitsemän eurooppalaisen arvopaperikeskuksen kesken Saksan Clearstreamin johdolla (Osapuolten tiedote 2.4.2008).

<sup>44</sup> NCSD:n tiedote 2.6.2008.

9.7.2008

Arvopaperien selvitys- ja säilytystoimintaan liittyy monia hankkeita ja aloitteita. Kansallista selvitystoimintaa koskevat sääntelymuutokset ovat voimakkaasti riippuvaisia EU-tasoisista muutoksista. Tämän johdosta valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinaosastolla on alustavasti päädytty siihen, että syksyllä 2008 ryhdytään erikseen valmistelemaan selvitys- ja säilytystoimintaa koskevia lainsäädäntömuutoksia.

## Kysymys 12

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

### 5.5 Markkinoiden väärinkäyttöä ja sisäpiirirekisteriä koskevat säännökset

#### 5.5.1 *Nykytila*

AML 5 lukuun sisältyvät muun muassa sisäpiirintiedon käsite ja kielletyiksi määritellyt toimet sekä sisäpiiriläisten ilmoitusvelvollisuutta ja sisäpiirirekistereitä koskevat säännökset. Viimeksi mainittuun kuuluvat keskeisesti rekisterinpidon menettelytavat ja rekisterien tietosisältö. Sisäpiirintiedon määritelmästä AML 5:1 §:ssä sekä AML 2:7 §:n tiedonantovelvollisuutta koskevan yleissäännöksen täydennyksistä säädettiin markkinoiden väärinkäyttödirektiivin (2003/6/EY) täytäntöönpanon yhteydessä vuonna 2005. Näiden kahden lainkohdan tulkinnalla on keskeinen merkitys markkinoiden väärinkäytösääntelyn toimivuuden kannalta.

Direktiivin 1 ja 2 artiklan AML 2:7 ja 5:1 §:ään täytäntöön pannut sanamuodot ovat luoneet epätarkkuutta siitä, milloin katsotaan olevan käsillä julkistettava arvopaperin arvoon vaikuttava tieto ja milloin sisäpiirintieto, jota ei saa käyttää hyväksi arvopaperikaupassa. Korkein oikeus (KKO) otti ratkaisussa 2006:110 kantaa sisäpiirintiedon väärinkäyttöön (rikoslain (39/1889), jäljempänä RL, 51:1 §). KKO katsoi arvioidessaan sisäpiirintiedon luonnetta, ettei suunnitelman epävarmuus merkitse sisäpiirintiedon täsmällisyshedellytyksen puuttumista, jos tieto koskee joitakin yksilöitävissä olevia tosiasioita tai olosuhteita, jotka voivat objektiivisesti arvioiden toteutua. Tiedon julkistamattomuutta KKO arvioi vertaamalla julkistetun tai muutoin markkinoilla olevan tiedon vastaavuutta suhteessa väitettyyn sisäpiirintietoon. KKO totesi, että tapauksessa asiaa koskevalla pörsstitiedotteella ei ollut julkistettu merkittävää osaa syytetyllä olleesta tiedosta ja lehtihaastattelussa julkistettu tieto oli ollut olennaisesti vähäisempää kuin syytetyllä ollut tieto. Syytetyllä ostotoimeksiantojen antohetkellä ollut tieto oli tällöin ollut olennaisilta osin julkistamattontä. Tiedon vaikutusta arvopaperin arvoon tai hintaan koskevassa arviossa KKO katsoi, että lyhytaikainen tai tiedon yleinen hintavaikutus on riittävä ja että tosiasiallista hintavaikutusta ei edellytetä. Lisäksi KKO totesi, että tiedon aikaansaama muutaman prosentin äkillinen muutos saattaa olla olennaisesti arvopaperin arvoon vaikuttava. Syytetyllä olleen tiedon katsottiin olevan julkistamattontä ja arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavaa, joten KKO katsoi sisäpiirintiedon edellytysten täyttyneen. Rikoksen tunnusmerkistön täyttymistä koskevassa arviossa KKO katsoi, että hyödyn hankkimistarkoitus oli täyttynyt, kun syytetyllä ollut tieto ja sen vaikutus arvopaperin arvoon lisäsi arvopaperien kiinnostavuutta sijoituskohteina. Tuottamusastetta koskevassa arviossa KKO kiinnitti huomiota syytetyn asemaan, koulutukseen, kokemukseen arvopaperimarkkinoista sekä tietoisuuteen eri toimintavaihtoehtoista, niiden toteutumisen todennäköisyyksistä ja julkisuudessa esitetyistä tiedoista.

9.7.2008

Sisäpiirirekistereistä on säädetty vuonna 1996. Vuonna 2005 AML:iin lisättiin uusi sääntely yrityskohtaisesta, ei-julkisesta sisäpiirirekisteristä, jota kutsutaan hankekohtaiseksi sisäpiirirekisteriksi. Rahoitustarkastuksella on oikeus saada siitä tietoja tarvittaessa. Suomessa liikkeeseenlaskijat ja arvopaperinvälittäjät ylläpitävät molempia rekistereitä.

Markkinoiden väärinkäyttödirektiivin nojalla arvopaperin liikkeeseenlaskijan hallintoelimen jäsenet ja muut sisäpiiriläiset ovat velvollisia ilmoittamaan määrätty liiketoimet valvontaviranomaiselle sekä velvollisia pitämään tietyt liiketoiminnan tiedot kaikkien saatavilla. AML:n sääntely, joka palvelee samaa direktiivin tarkoitusta, rakentuu vaatimukselle omistuksen julkisuudesta. Julkisuus kohdistuu kuitenkin liikkeeseenlaskijan sisäpiiriin lisäksi arvopaperinvälittäjien, arvopaperipörssin ja arvopaperikeskuksen sisäpiiriin omistukseen. Julkisten tietojen laajuus on supistunut alkuperäiseen kansalliseen sääntelyyn verrattuna direktiivien täytäntöönpanojen yhteydessä. Rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin mukaisesti sekä sijoituspalveluyrityksiä että arvopaperipörssiä koskee lisäksi laissa oleva velvollisuus pyrkiä estämään riittävin toimenpitein näissä yhteisöissä vaikuttavassa asemassa olevien henkilöiden ryhtyminen määrättyihin liiketoimiin, jotka merkitsisivät muun muassa sisäpiirintiedon väärinkäyttöä<sup>45</sup>.

Suomessa on kansallisena lisäsääntelynä voimassa arvopaperipörssin, arvopaperikeskuksen sekä arvopaperinvälittäjien johtohenkilöiden ja toimihenkilöiden omistusten osittainen julkisuus. Ruotsissa sääntely perustuu arvopaperinvälittäjien ja pörssin sisäpiiriläisten osalta ei-julkisen rekisterinpitovelvollisuuteen; vain liikkeeseenlaskijoiden sisäpiiriä koskevat liiketoiminnan tiedot ovat julkisia<sup>46</sup>.

## 5.5.2 Arvio

Markkinoiden väärinkäytön estämistä koskevien suomalaisten säännösten tulee olla EU-jäsenmaiden vertailussa tehokkaita, myös kustannusvaikutuksiltaan. Sääntelyn tulee varmistaa hyvä sijoittajansuoja ja ehkäistä markkinoiden väärinkäyttöä. Sisäpiirirekisterin ylläpidon on toimittava tehokkaasti Suomessa käytössä olevassa suorassa rekisteröintijärjestelmässä, mutta ottaa huomioon myös yhteydet moniportaisen omistuksen järjestelmiin, sillä rekisterinpidon kohderyhmät ovat yhä enenevästi yhteydessä näihin järjestelmiin. Arvo-osuusjärjestelmä tuottaa nykyisin automaattisesti vähemmän tietoa sisäpiirirekisteriin kuin omistuksen julkisuussäännösten säätämisaikana.

EU:n komissio on käynnistänyt vuonna 2008 markkinoiden väärinkäyttödirektiivin toimivuuden arvioinnin jäsenmaissa. Kokonaisuudistuksen lausuntokierroksella on tärkeää saada laajemmin tietoa siitä, pidetäänkö Suomen voimassa olevaa sääntelyä tällä osalla toimivana sekä Suomen markkinoiden kannalta että suhteessa muihin EU:n jäsenmaihin. Jatkovalmistelussa arvioitaisiin seuraavia muutoksia:

a) Sääntelyn kilpailukyvyyn lisäämiseksi suhteessa muihin EU-jäsenmaihin laista voitaisiin poistaa arvopaperipörssin, arvopaperikeskuksen sekä arvopaperinvälittäjien sisäpiiriläisten omistuksen julkisuus (AML 5:5.1 §:n 1–3 kohdat). Näiden ryhmien osalta voitaisiin siirtyä velvollisuuteen ylläpitää ei-julkista rekisteriä, johon asianomaisten henkilöiden on ilmoitettava henkilötietonsa ja liiketoimintaansa koskevat tiedot. Viranomaisella tulisi olla oikeus saada tietoja rekisteristä tarvittaessa. Tällä hetkellä ilmoitusvelvollisuus

<sup>45</sup> SipaL 34 § ja AML 3:18 §.

<sup>46</sup> Lag om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument (2000:1087), muutettu (2007:558).

9.7.2008

ja julkisuus kohdistuvat käytännössä kaikkiin Suomessa julkisen kaupankäynnin kohteina oleviin arvopapereihin ja on siten erittäin laajaa verrattuna liikkeeseenlaskijan rekisterintoon, joka kohdistuu vain sen omiin arvopapereihin. Omistuksen julkisuus ei voimassa olevien säännösten mukaan kuitenkaan kohdistu enää sisäpiiriläisen koko lähipiiriin. Muutos ei vaikuta Rahoitustarkastuksen markkinavalvonnan edellytyksiin.

b) Liikkeeseenlaskijan julkisen sisäpiirirekisterin osalta voitaisiin säätää erikseen velvollisuus ilmoittaa yhtiölle sisäpiiriasemasta ja siihen liittyvistä tiedoista ja erikseen määrättyjen liiketoiminnan tietojen julkisesta saatavilla pidosta. Näin sääntelyn rakenne lähes tyisi muiden EU-maiden sääntelyä. Sääntelyä olisi myöhemmissä muutoksissa helpompi päivittää, esimerkiksi vaadittujen tietosisältöjen ja henkilöryhmien muuttuessa.

### Kysymys 13

- a) Onko markkinoiden väärinkäyttöä koskeva sääntely AML:ssa mielestänne toimivaa?
- b) Tulisiko mielestänne edellä esitettyjen esimerkkien mukaisia säännöksiä jatkovalmistella?

## 5.6 Julkiset ostotarjoukset ja tarjousvelvollisuus

### 5.6.1 Nykytila

AML 6 luku on uudistettu ostotarjousdirektiivin täytäntöönpanon yhteydessä vuonna 2006. Direktiivin tavoitteena on edistää EU:n alueella tapahtuvia yrityskauppoja sekä suojata osakkeenomistajien ja muiden osapuolien oikeuksia. Direktiivin tavoitteena on muun muassa riittävän joustavat ostotarjous säännökset. Direktiivi sallii myös itsesääntelyn, joka on pantu täytäntöön AML 6:17 §:ssä.

AML:ssa on käytetty direktiivin sallimia kansallisia sääntelyoptioita. Esimerkiksi AML 6 luvun ostotarjouksia koskevia säännöksiä sovelletaan myös suomalaiseen yhtiöön, jonka osakkeilla ei julkisesti käydä kauppaa ETA-alueella. Lisäksi 6:13 §:ssä oleva säännös niin sanotun top up -velvoitteen pituudesta ostotarjouksen päätyttyä on yhdeksän kuukautta. Säännökset on katsottu kansallisesti perustelluiksi.

AML:ssa on säädetty ostotarjousdirektiivin 3 artiklan a–f kohtiin sisältyvistä yleisistä periaatteista tasapuolisuusvelvollisuus (6:2 §) ja tarjouksen tekijän velvollisuus varmistua ennen tarjouksen julkistamista mahdollisuudestaan suorittaa täysimääräisesti tarjottavan rahavastikkeen (6:3.4 §).

AML 6:5 §:ään lisättiin ostotarjouksen vähimmäis- ja enimmäispituudet. Säännös vastaa direktiivin 3 artiklan b (kohdeyhtiön arvopapereiden haltijoilla on oltava riittävä aika harkita tarjousta) ja f kohtaa (ostotarjous ei saa estää kohdeyhtiön liiketoimintaa kohtuuttomasti). Pykälään lisättiin myös kohdeyhtiön johdon velvollisuus antaa perusteltu arvio tarjouksesta, muun muassa tarjouksen vaikutuksesta kohdeyhtiön toimintaan ja työllisyyteen<sup>47</sup>. Markkinoiden vääristämisen kieltoa koskeva artiklan d kohta on voimassa RL 51:3 §:n kurssin vääristämiskokson nojalla. Artiklan c kohdan periaate edellyttää, että

<sup>47</sup> Vastaa 3 artiklan b kohdan toista virkettä.



9.7.2008

kohdeyhtiön johdon on toimittava yhtiön kokonaisedun mukaisesti eikä saa estää osakkeenomistajia arvioimasta tarjouksen etuja. Tämä velvollisuus on katsottu voitavan johdtaa OYL:n periaatteista ja olevan sitä kautta voimassa Suomessa.

AML 6:17 §:n nojalla perustettu yrityskauppalautakunta on toiminut syyskuusta 2006 alkaen. Se on antanut yhden yrityskauppalausunnon ja useita sääntelylausuntoja. Lautakunnan toimintaedellytysten arvioimisen kannalta keskeisimmät kysymykset sääntelyssä ovat: toimivalta, kokoonpano- ja menettelyasiat, päätösten sitovuus sekä toiminnan kustannusten kattamista koskevat säännökset.

Lautakunnan tehtäviin kuuluu AML 6:17.1 §:n mukaan:

”---- antaa hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisen edistämiseksi suosituksia ja lausuntoja, jotka koskevat kohdeyhtiön johdon toimintaa julkisessa ostotarjouksessa ja määräysvallan ylläpitämistä koskevia sopimusperusteisia rakenteita, tai joilla ohjataan yrityskauppatilanteissa noudatettavia yhtiöoikeudellisia menettelytapoja”.

Lautakunta koostuu AML 6:17.2 §:n mukaan puheenjohtajasta, kahdesta varapuheenjohtajasta ja kahdeksasta muusta jäsenestä. Viimeksi mainituilla on henkilökohtaiset varajäsenet. Lautakunta on päätösvaltainen, kun läsnä on puheenjohtajan lisäksi vähintään neljä muuta jäsentä<sup>48</sup>.

Yrityskauppalautakunnan jäsenen ja toimihenkilön vastuuseen sekä asioiden käsittelyyn lautakunnassa muuten sovelletaan kauppakamarilain 6.1 §:n mukaan muun muassa hallintolakia<sup>49</sup>.

Ostotarjousta koskevat ja muut yhtiöoikeudelliset lausuntoasiat ovat luonteeltaan paitsi kiireellisiä, myös useimmiten sisäpiirisääntelyn piirissä, minkä vuoksi asioiden joustava ja nopea käsittely on oltava mahdollinen. Yrityskauppalautakunnan käsittelemissä asioissa voi kuitenkin olla ongelmallista soveltaa hallintolakia laajasti esimerkiksi asianosaisen kuulemisessa tai vireille tulleen asian tiedoksi antamisessa.

AML 6:17 §:ssä ei ole nimenomaista säännöstä lautakunnan lausuntojen oikeudellisesta luonteesta ja valituskiellosta, kuten on säädetty esimerkiksi kuluttajariitalautakunnan päätöksistä, joita yrityskauppalautakunnan päätökset muistuttavat<sup>50</sup>. Kun lausunnot eivät ole oikeudellisesti sitovia, lautakunnan menettelysäännöt voisivat olla joustavampia kuin oikeusvoiman saavissa ratkaisuisissa.

## 5.6.2 Arvio

Osto- ja lunastustarjouksia koskevan sääntelyn tulee turvata suomalaisiin julkisen kaupankäynnin kohteena olevia arvopapereita liikkeeseen laskeneisiin yhtiöihin sijoittaneiden osakkeenomistajien edut yritysostotilanteessa joutuisasti ja ennustettavasti. AML

<sup>48</sup> Puheenjohtajan sijasta voi läsnä olla varapuheenjohtaja tai – sekä puheenjohtajan että varapuheenjohtajan kummankin ollessa esteellinen – tilapäiseksi puheenjohtajaksi valittu jäsen.

<sup>49</sup> Kauppakamarilain (878/2002) 6.1 §:n mukaan, jossa viitataan saman lain 5 §:ään, lain tarkoittaman *lunastuslautakunnan* jäsenen ja toimihenkilön sovelletaan heidän kyseistä tehtäväänsä hoitaessaan rikosoikeudellista virkavastuuta koskevia säännöksiä. Asioiden käsittelyyn lunastuslautakunnassa sovelletaan hallintolakia (434/2003), viranomaisten toiminnan julkisuudesta annettua lakia (621/1999) ja kielilakia (423/2003).

<sup>50</sup> Laki kuluttajariitalautakunnasta (8/2007) 20 §.

9.7.2008

6 luvun säännöksiä laadittaessa ja arvioitaessa joudutaan vertaamaan useita intressejä ja erityisesti suomalaisten yhtiöiden ja niiden osakkeenomistajien etuja. Sääntelyn tulee myös mahdollistaa itsesääntelyn kehittäminen.

AML 6 luvun sääntely on varsin uutta. Kokonaisuudistuksessa on kuitenkin mahdollista arvioida, onko 6 luvun säännöksissä, mukaan luettuna valtiovarainministeriön asetus tarjousasiakirjasta, havaittu muuttamista tai täsmentämistä edellyttäviä käytännön ongelmia. Esimerkkeinä arvioitavista säännöksistä voidaan mainita seuraavat:

a) Arvioidaan, tulisiko AML 6 luvun yleisperiaatteita ilmentäviä yleissäännöksiä laajentaa hyvän ostotarjoustavan kehittämiseksi, kuten liittää niiden joukkoon kohdeyhtiön johdon päätöksenteon riipeys sekä yhtiön ja sen osakkeenomistajien kokonaisedun huomioonottamisen vaatimus, vai katsotaanko näiden vaatimusten seuraavan OYL 1 luvun yleisistä periaatteista.

b) Kokonaisuudistuksessa selvitetään, voidaanko yrityskauppautakunnalle saada lisää markkina-aloitteisia lausuntoasioita ja edistettäisiinkö itsesääntelyroolia ja toiminnan tehokkuutta muuttamalla esimerkiksi lautakunnan toimivaltaa, menettely- tai päätösvaltaisuussäännöksiä.

#### Kysymys 14

- a) Onko AML 6 luvun sääntely osto- ja lunastustarjouksista sekä yrityskauppautakunnasta ja tarjousasiakirjaa koskevan asetuksen sääntely mielestänne toimivaa?
- b) Miten AML 6 luvun mukaisia säännöksiä tulisi mielestänne jatkovalmistella?

#### 5.7 Johdannaiset

##### 5.7.1 Nykytila

AML 1:2.3 §:ssä on yleissäännös lain soveltamisesta vakioituun optioon, termiiniin, niihin rinnastettavaan johdannaissopimukseen ja muuhun johdannaissopimukseen. AML 10 luvussa säädetään viittauksin, miltä osin lakia sovelletaan erilaisiin johdannaisiin.

OptL:ssa keskeinen käsite on johdannaissopimuksen vakioiminen, eli johdannaissopimuksen ehdot lukuun ottamatta hintaa on määritelty optioyhteisön säännöissä. Optioyhteisöllä tarkoitetaan suomalaista toimiluvan saanutta optiopörssitoimintaa harjoittavaa yhteisöä. Vakioidut johdannaiset ovat erityislain keskeinen soveltamisen kohde. Tiettyjä AML:n säännöksiä sovelletaan kuitenkin myös vakioitujen ja suomalaisessa optioyhteisössä kaupankäynnin kohteina olevien johdannaisten lisäksi näihin rinnastettaviin instrumentteihin sekä johdannaiskaupankäyntiin muussa ETA-alueen valtiossa viranomaisen valvomalla markkinalla (AML 10:1 a §) tai kokonaan niiden ulkopuolella (AML 10:1 b §).

OptL:n edellinen merkittävä osittaismuutos tehtiin vuonna 1999<sup>51</sup>. Muutoksella AML:n soveltamisala laajennettiin OptL:ssa määriteltyihin vakioituihin ja muihin johdannaissopimuksiin. Johdannaisten tarjoamiskieltoja lievennettiin: muun muassa arvopaperinvälittäjä saa tarjota vähittäissijoittajille myös ei-vakioituja johdannaisia. Arvopaperinvälittäjiä

<sup>51</sup> Laki 22.10.1999/970.

9.7.2008

velvoittavat menettelytapasäännökset ulotettiin koskemaan johdannaisia ja niihin liittyviä palveluja. Optio-, pörssi- ja selvitysyhteisöjen toimilupa- ja omistajakontrollisäännökset yhtenäistettiin luottolaitosten ja sijoituspalveluyritysten vaatimusten kanssa.

Viimeksi OptL:a on muutettu rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin täytäntöönpanon yhteydessä vuonna 2007, jolloin sijoituspalvelun piiriin sisällytettiin myös hyödykejohdannaiset. Direktiivin säännökset koskevat myös johdannaispörssisiä eli lain tarkoittamia optioyhteisöjä ja monenkeskisiä kaupankäyntijärjestelmiä.

OptL:ssa on vastaavaa optioyhteisöä koskevaa sääntelyä kuin muista toimiluvan vaativista toimijoista, kuten esimerkiksi pörssistä AML:ssa. Säännöksiä on muun muassa toimiluvasta, omistajakontrollista, optioyhteisön säännöistä ja liiketoiminnasta sekä lain noudattamisen valvonnasta.

Johdannaisiin ulottuvat seuraavat AML:n säännöskokonaisuudet:

- totuudenvastaisen ja harhaanjohtavan markkinoinnin kieltö,
- sijoituspalvelujen asiakassuhdetta koskevat velvollisuudet,
- kauppaparaportointi,
- sisäpiirintiedon käsite ja sisäpiirintiedon väärinkäytön kieltö,
- rangaistussanktiot sisäpiirintiedon väärinkäytöstä ja kurssimanipulaatiosta,
- ilmoitusvelvollisuus sisäpiirirekisteriin ja sisäpiirirekisterin ylläpito, sekä
- Rahoitustarkastuksen rike- ja seuraamusmaksut.

Tällä hetkellä OptL:n mukaista toimilupaa optiopörssi-toiminnan harjoittamiseen ei ole myönnetty. Johdannaiskauppaa käydään ulkomaisten toimijoiden markkinapaikoilla.

## 5.7.2 Arvio

Johdannaisia koskevan sääntelyn tulee olla ajanmukaista ja mahdollisimman yhtenäistä suhteessa muuhun arvopapereita ja toimijoita koskevaan sääntelyyn. Myös johdannaiskaupankäyntiä on mahdollista harjoittaa monenkeskisillä kaupankäyntipaikoilla rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin mukaisesti. Johdannaiset ovat sijoituspalveluiden kohteita, joista säädetään AML:ssa.

Johdannaisiin sovellettavia AML:n periaatteita ja säännöksiä ei ole viime aikoina arvioitu kokonaisuutena. AML:n viittaustekniikka ja siitä poikkeavat määritelmät monimutkaiset johdannaisiin kohdistuvaa sääntelyä. Tämän vuoksi säännöksiä arvioidaan kokonaisuudistuksen yhteydessä laajemmin.

Kokonaisuudistuksen yhteydessä OptL:n säännökset voitaisiin yhdistää AML:iin rahoitusvälineen määritelmärakenteeseen. Johdannaispörssistä säädettäisiin AML:n julkista kaupankäyntiä ja monenkeskistä kaupankäyntiä koskevassa osassa ja varmistettaisiin siten yhtenäisyys SipaL:n kanssa. Sääntelyssä on otettava huomioon myös selvitystoiminnan säännösten soveltuminen johdannaiskauppaan.

Vakioidun johdannaisen käsitteen sisältöä ja tarpeellisuutta arvioidaisiin uudelleen. Vakioiduilla johdannaisilla voidaan käydä kauppaa myös muualla kuin suomalaisessa optio-

9.7.2008

pörssissä ja tietyt vaatimukset - esimerkiksi totuudenmukaisen markkinoinnin vaatimukset - koskevat johdannaiskaupankäyntiä sekä OTC-kaupassa että pörssissä.

## Kysymys 15

- a) Onko johdannaisia koskeva sääntely mielestänne tarpeellista ja toimivaa?  
b) Tulisiko OptL:n säännökset yhdistää AML:n sääntelyyn ja jatkovalmistella edellä esitettyjä tai muita johdannaisia koskevia säännöksiä?

### 5.8 Vahingonkorvausvastuu

AML:n vahingonkorvausjärjestelmään liittyvä esitevastuutyöryhmän mietintö on julkaistu lokakuussa 2005 täydentämään esitedirektiivin täytäntöönpanoa AML 2 lukuun. Työryhmän mietinnön johdosta on saatu lausuntopalaute. Yritysvaikutusanalyysin ja lausuntotiivistelmän perusteella on arvioitu, että säädösvalmistelua jatketaan<sup>52</sup>. Aihe liittyy yleisempään keskusteluun osakeyhtiön johdon vastuusta taloudellisesta informaatiostaan. Kauppa- ja teollisuusministeriön joulukuussa 2006 julkistama selvitys Tilintarkastajan vahingonkorvausvastuun kehitystarpeet - de lege ferenda liittyy myös aiheeseen<sup>53</sup>.

Vastuu esitteestä, tilinpäätöksestä, osavuosikatsauksesta sekä pörssitiedottamisesta koskee ensisijaisesti julkisen kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijaa, mutta se vaikuttaa myös muihin markkinaosapuoliin, kuten osakeantien ja osakemyyntien järjestäjiin, ostotarjouksen tekijöihin sekä sijoittajiin.

Jatkovalmistelussa selvitetään vahingonkorvausvastuuta ja selvennetään yrityksen, emissionjärjestäjän ja yritysjohtajan vastuuta puutteellisista sekä virheellisistä tiedoista osakkeenomajien ja -myyjien sekä virheistä liikkeeseenlaskijan säännöllisessä ja jatkuvassa tiedonantovelvollisuudessa.

Vahingonkorvausvastuusta ei pyydetä kuitenkaan tässä yhteydessä lausuntoja. Jatkovalmistelua jatketaan kokonaisuudistuksen yhteydessä myöhemmin täsmennettävällä tavalla.

### 5.9 Arvopaperimarkkinalain rangaistussäännökset ja Rahoitustarkastuksen hallinnolliset sanktiot

#### 5.9.1 Nykytila

##### *Rangaistussääntelyn tavoitteet*

AML:n rangaistussäännösten tavoitteena on edistää luottamusta arvopaperimarkkinoihin, edistää markkinoiden toimivuutta ja suojata sijoittajia. Rangaistussäännöksillä pyritään turvaamaan lain tavoitteiden ja periaatteiden toteutuminen.

<sup>52</sup> VM:n työryhmämuistioita 10/2005. Lausuntotiivistelmä säännösehdotuksista julkistettiin kesäkuussa 2006 ja alustava yritys-vaikutusanalyysi valmistui joulukuussa 2006.

<sup>53</sup> KTM:n julkaisu 39/2006. Komissio on antanut suosituksen tilintarkastajien vastuun rajoittamisesta 5.6.2008 (K (2008) 2274 lopullinen).

9.7.2008

Rangaistussäännösten tarkoituksena on estää rikoksia ennalta sekä varmistaa rikosten selvittäminen ja niillä saadun hyödyn takaisinsaanti. AML:n rangaistussäännösten ja muiden seuraamusten tulee olla optimaaliset suhteessa asetettuihin yleis- ja erityisestä-vyystavoitteisiin. Arvopaperimarkkinarikosten suojeluobjektina on pidetty erityisesti luottamuksen säilymistä arvopaperimarkkinoihin.

Arvopaperimarkkinasääntelyn kohteiden oikeusturvanäkökohdat on otettava huomioon rangaistussääntelyssä. Näihin kuuluvat perustuslain 8 §:n rikosoikeudellinen laillisuusperiaate, 10 §:n yksityisyyden suoja ja 15 §:n omaisuuden suoja sekä rikosoikeuden ne bis in idem -periaate (ei kahta rangaistusta samasta rikoksesta).

Rikosoikeudellisen sääntelyn erityinen kysymys on asianomistaja-asema arvopaperimarkkinarikoksissa, kuten tulisiko arvopaperimarkkinarikoksen johdosta vahinkoa kärsineelle sijoittajalle sallia asianomistaja-asema rikosprosessissa, vaikka AML:n säännösten rikkomisen on katsottu kohdistuvan markkinoihin yleensä eli oikeushyvää on pidetty yhteisöllisenä<sup>54</sup>.

#### *Rikosoikeudelliset rangaistussäännökset*

AML:n rangaistussäännökset on sijoitettu AML 8 lukuun ja RL 51:1-5 §:ään. Lisäksi Rahoitustarkastuksella on oikeus määrätä AML:n rikkomisesta hallinnollisia seuraamuksia, joista on säädetty RataL 4 luvussa.

Sisäpiirintiedon väärinkäytön, kurssin vääristämisrikoksen sekä arvopaperimarkkinoita koskevan tiedottamisrikoksen rangaistussäännökset ovat RL 51 luvussa<sup>55</sup>. AML:ssa on kriminalisoitu arvopaperimarkkinarikkomus (8:3 §), joka kohdistuu 3:36 ja 3 a:10 §:n säännöksiin<sup>56</sup> sekä arvopaperimarkkinoita koskevan salassapitovelvollisuuden rikkomisen (8:4 §). Lisäksi AML 8:2 ja 2 a §:ssä on kriminalisoitu luvaton julkisen tai monenkeskisen kaupankäynnin järjestäminen sekä selvitystoiminnan (3, 3 a ja 4 a luvut) luvaton harjoittaminen.

AML:n sisäpiirintiedon luvatonta ilmaisemista ei ole kriminalisoitu RL 51 luvussa (AML 5:2 ja 2:7.3 §). RL 51:5 §:n arvopaperimarkkinoita koskevasta tiedottamisrikoksesta ei ole säädetty törkeätä tekemuotoa toisin kuin kurssin vääristämisrikoksesta ja sisäpiirintiedon väärinkäyttörikoksesta. AML 8:1 §:ssä ei ole viittaussäännöstä RL 51:5 §:n tiedottamisrikokseen. AML:ssa viitataan ainoastaan RL 51 luvun 1-4 §:ään (sisäpiirintiedon väärinkäyttö ja kurssin vääristäminen).

<sup>54</sup> Korkein oikeus otti kantaa ratkaisussa KKO 2000:82 rikoksen suojeluobjektiin ja asianomistaja-asemaan arvopaperin markkinointia koskevassa jutussa. KKO katsoi, että osakkeita merkinneellä B:llä ei ollut asiassa asianomistajan puhevaltaa. KKO:n päätösperustelujen mukaan arvopaperimarkkinarikosta koskevassa säännöksessä ei ole määritetty asianomistajapiiriä. Myöskään AML:n säätämiseen johtaneissa lainvalmistelutöissä ei ole otettu kantaa siihen, kenellä on oikeus vaatia rangaistusta arvopaperimarkkinarikoksesta. Vaikka AML:n rangaistussäännöksellä suojataan välillisesti kaikkia arvopaperimarkkinoiden asiakkaita, heillä ei ole tällä perusteella syyteoikeutta. Arvopaperimarkkinarikoksen tunnusmerkistöön ei kuulu se, että teosta olisi aiheutunut jollekulle vahinkoa tai vahingonvaaraa. Rikos täyttyy pelkästään säännöksessä viitattujen määräysten rikkomisella.

<sup>55</sup> Sisäpiirintiedon väärinkäyttö RL 51:1, törkeä sisäpiirintiedon väärinkäyttö 51:2, kurssin vääristäminen 51:3, törkeä kurssin vääristäminen 51:4 ja arvopaperimarkkinoita koskeva tiedottamisrikos 51:5 §.

<sup>56</sup> AML 3:36 ja 3 a:10 §; julkisen ja vastaavasti monenkeskisen kaupankäynnin luvattoman markkinoinnin kielto.

9.7.2008

### *Hallinnolliset seuraamussäännökset*

RataL 24 b §:n nojalla Rahoitustarkastuksella on oikeus määrätä rikemaksu muun muassa arvopaperinvälittäjille ja rahastoyhtiöille lainkohdassa määritellyistä teoista. Muita RataL:ssa säädettyjä hallinnollisia seuraamuksia ovat julkinen huomautus (25 §), julkinen varoitus (26 §) sekä seuraamusmaksu (26 a §). Seuraamusmaksu voidaan määrätä vain julkisen varoituksen ohella. Seuraamusmaksun määrää markkinaoikeus Rahoitustarkastuksen esityksestä<sup>57</sup>. Rahoitustarkastus voi määrätä hallinnollisen seuraamuksen muusta kuin RL 51 luvussa säädetystä teosta.

Seuraamusmaksu lisättiin RataL:iin markkinoiden väärinkäyttödirektiivin täytäntöönpanon yhteydessä vuonna 2005. Oikeushenkilön seuraamusmaksu voi olla enintään 200 000 euroa (kuitenkin enintään 10 % liikevaihdosta) ja luonnollisen henkilön 10 000 euroa. Rahoitustarkastus voi määrätä hallinnollisen seuraamuksen RataL:ssa yksilöidystä teoista. RL:ssa säädetyn yhteisöosakon vähimmäismäärä on 850 euroa ja enimmäismäärä 800 000 euroa. Hallinnollisen seuraamusmaksun tulee olla oikeassa suhteessa rikosoikeudelliseen rangaistukseen tämän viimesijaisuuden vuoksi.

Kun markkinaoikeus on määrännyt hallinnollisen seuraamusmaksun, tekijälle voidaan kuitenkin tuomita samasta teosta myöhemmin rikosoikeudellinen rangaistus. Lainvoimaisen rikosoikeudellisen rangaistuksen jälkeen valtiokonttori palauttaa tekijälle samasta teosta mahdollisesti aiemmin määrätyn seuraamusmaksun RataL 37 a §:n nojalla.

Useissa EU:n jäsenvaltioissa, muun muassa Isossa-Britanniassa ja Saksassa, hallinnollisilla seuraamuksilla on merkittävä asema. Hallinnollisten seuraamusten yleiset tavoitteet ovat osittain samat kuin rikossääntelyn: niillä pyritään ehkäisemään ennalta ei-toivottua käyttäytymistä ja osoitetaan paheksuntaa määrättyjä tekoja kohtaan.

### *Hallinnollinen käytäntö ja oikeuskäytäntö*

Rahoitustarkastus on määrännyt vuodesta 2005 huhtikuuhun 2008 hallinnollisia seuraamuksia muun muassa tiedonantovelvollisuuden laiminlyönnistä, arvopaperimarkkinoita koskevan hyvän tavan vastaisesta käyttäytymisestä ja sisäpiirintiedon väärinkäytöstä. Rahoitustarkastus tutki edellä mainitulla aikavälillä keskimäärin 57 tapausta vuodessa ja jätti vuosittain muutamia tutkintapyyntöjä poliisille.

Tuomioistuimissa on ollut esillä muutamia AML:n ja RL 51 luvun säännösten rikkomista koskevia tapauksia. Esimerkiksi markkinaoikeus on puuttunut yhtiön toimintaan tämän jatkettua osakeantia ilman Rahoitustarkastuksen hyväksymää esitettä (MAO:129/03). Helsingin hovioikeus on tulkinnut muun muassa törkeän sisäpiirintiedon väärinkäytön ja tiedottamisrikoksen edellytyksiä ratkaisussaan 2315/2007. Korkein oikeus on ottanut ratkaisussaan 2006:110 kantaa sisäpiirintiedon väärinkäytön tunnusmerkistön edellytyksiin sekä ratkaisussa 2000:82 asianomistaja-asemaan.

<sup>57</sup> Finanssivalvonnalle ehdotetaan oikeutta määrätä seuraamusmaksu. RataL 37 a §:n mukaisen maksun palauttamisesta huolehtisi oikeushallintokeskus eikä valtiokonttori (HE 66/2008).

9.7.2008

### 5.9.2 Arvio

Rangaistussäännökset ja hallinnollisia seuraamuksia koskeva sääntely vastaavat varsin hyvin edellä selostettuja tavoitteita. AML 8:2 ja 2 a §:ssä säädettyjä luvattoman kaupankäyntimenettelyn järjestämistä ja selvitystoiminnan harjoittamista koskevat säännökset voitaisiin siirtää RL:iin, koska teoista voi seurata vankeusrangaistus. Lisäksi AML:n rangaistussäännökset ja niitä koskevat viittaussäännökset muotoiltaisiin teknisesti keskenään yhtenäisiksi.

### Kysymys 16

- |  |
|--|
| <p>a) Tulisiko arvopaperimarkkinoihin kohdistuvien rikosten suojeltavia etuja ja asianosaiskelpoisuutta täsmentää tai muuttaa?</p> <p>b) Ovatko mielestänne AML:n ja siihen pohjautuvien RL:n rangaistussäännösten tunnusmerkistöt ja soveltamisalat riittävän kattavia? Jos eivät, millaisia muutoksia olisi tehtävä?</p> <p>c) Onko rikosoikeudellisten ja hallinnollisten seuraamusten välinen suhde arvopaperimarkkinarikoksissa ja -rikkomuksissa nykyään oikea ja toimiva?</p> <p>d) Pidättekö AML:n rangaistussäännösten esittämistapaa ja lakiviittauksia toimivina?</p> |
|--|

## 6 Organisointi ja jatkoaikataulu

Arviomuistio on laadittu valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinaosastolla. Lausunto kierros päättyy tiistaina 30.9.2008. Valtiovarainministeriö järjestää lisäksi arviomuistios- ta kuulemistilaisuuden, joka pidetään alustavasti tiistaina 2.9.2008.

Lausuntopalautteen avulla määritellään täsmällisemmin tarvittavien uudistusten sisältö ja tulevat valmistelun painopisteet sekä laaditaan kokonaisuudistukseen liittyvä vaikutusarvio.

Lausuntoyhteenvedon laatimisen jälkeen on tarkoitus päättää jatkotyöstä AML:n ja tarpeellisilta osin siihen liittyvän muun arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistusta varten. Hallituksen esitys lainsäädännön muuttamiseksi valmistuisi arviolta keväällä 2010. Tavoitteena on, että uudistettu AML ja siihen liittyvät muut lait voisivat tulla voimaan 2011. Aikataulutavoite arvioidaan tarkemmin lausuntoyhteenvedon laatimisen jälkeen.