



Valtiovarainministeriö

Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi / Luonnos 14.11.2014

VM - arvopaperikeskusasetus HE LUONNOS

Valtiovarainministeriö on pyytänyt Finanssialan Keskusliitolta (FK) lausuntoa 14.11.2014 päivättyyn luonnokseen "Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi" (HE-luonnos). Lausuntonaan FK esittää seuraavan.

1 Johdanto

HE-luonnoksen tarkoituksena on tehdä kansalliseen lainsäädäntöön Euroopan unionin arvopaperikeskusasetuksen voimaantulosta johtuvat välttämättömät muutokset. Arvopaperikeskusasetuksen keskeinen tavoite on toimivien sisämarkkinoiden ulottaminen myös arvopaperikeskuspalveluihin. FK kiinnittää erityisesti huomiota siihen, että uudistuksen soveltamisalaa on olennaisesti supistettu VM:n työryhmämuistiosta¹. Tämän vuoksi tavoitteet liikkeenlaskupalveluiden, arvopaperiselvityksen ja säilytyksen avaamisesta aidolle kilpailulle uhkaavat jäädä kokonaan toteutumatta ja lopputulos olisi suoraan velvoittavan EU-oikeuden vastainen. Toteutuessaan esitys tulisi vaikeuttamaan suomalaisten yhtiöiden mahdollisuuksia hankkia tehokkaasti rahoitusta markkinoilta, sekä heikentäisi Suomessa toimivien rahoituslaitosten kilpailukykyä kansainvälisesti. Ehdotuksen vaikutus kansantalouden ja työllisyyden kannalta on negatiivinen.

Jatkovalmistelun yhteydessä keskeinen esille noussut tavoite liittyy julkisen kaupankäynnin kohteena olevien osakkeiden omistusten yleisöjulkisuuden ylläpitämiseen Suomessa vähintään nykytasolla. Esitysluonnoksen suppeaa soveltamisalaa on perusteltu erityisesti yleisöjulkisuuden ylläpitämisellä. Omistuksen yleisöjulkisuuden menettämistä on myös virheellisesti käytetty verukkeena ylläpitää belgialaisen Euroclear -konsernin osakesäilytysmonopolia Suomessa.

FK:n näkemyksen mukaan selvitys- ja säilytysmarkkinat voidaan avata Suomessa aidolle kilpailulle myös tavalla, joka mahdollistaa osakeomistuksen julkisuuden säilyttämisen ja jo-pa tason kehittämisen nykytasoon verrattuna. Ehdotus ei siten myöskään ole linjassa hallitusohjelmaan kirjattujen tavoitteiden osalta, ei arvopaperimarkkinoiden kehittämisen tai omistuksen julkisuuden osalta.

Lausuntopyynnön mukaisesti keskitymme vastaamaan kysymyksiin omistuksen julkisuudesta ja yksilöllisestä asiakaserottelusta. Arvopaperikeskusasetuksen, Euroopan Keskus-

¹ Ks. [VM Työryhmämuistio](#) VM 033:00/2014, heinäkuu 2014. Arvopaperien säilytysmallien laajentamisen ja yhdentyvien markkinarakenteiden toteutumisen arviointi sekä arvopaperikeskusasetuksen täytäntöönpanon valmistelu.



pankin TARGET2 Securities –järjestelmän ja kilpailun avautumisen positiivisista vaikutuksista olemme lausuneet aiemmassa 20.8.2014 päivätyssä lausunnossamme.²

2 OMISTUKSEN JULKISUUS

2.1 Uusi malli osakeomistuksen yleisöjulkisuuden toteuttamiseen

Arvopaperikeskusasetuksen voimaansaattamisessa finanssialan lähtökohtana on kilpailun lisäämisen lisäksi osakeomistuksen yleisöjulkisuuden turvaaminen. FK on kannattanut, että Patentti- ja rekisterihallituksen yhteyteen perustettaisiin erillinen julkinen omistajarekisteri. Sinne raportoitaisiin kaikki suomalaisen osakeomistukset riippumatta siitä, millä hallintamallilla niitä hallinnoitaisiin. Finanssiala oli sitoutunut kehittämään rekisteristä sellaisen, josta jokaisen olisi ollut mahdollista saada nykyistä helpommin ajantasaiset tiedot.

Finanssiala ei ole lukkiutunut valtiovarainministeriön työryhmän viime kesänä tekemään yleisöjulkisuusmalliin. On tärkeää saattaa uudistustyö loppuun ja kehittää uudenlainen malli omistuksen julkisuudelle, joka vastaa tätä päivää. Finanssiala kannattaa, että julkisesta rekisteristä voi selvittää osakeomistusten päivittäisen tilanteen. Tavoitteena on, että maamme arvopaperimarkkinoiden kilpailukykyä parannetaan yhdentyvillä eurooppalaisilla markkinoilla. Samalla omistuksen yleisöjulkisuutta voidaan entisestään parantaa.

Käydyssä julkisessa keskustelussa useat tahot pitivät kuitenkin neljä kertaa vuodessa tapahtuvaa raportointia riittämättömänä, siitakin huolimatta, että vain harvalla tilillä oli tätä useammin tapahtumia. Niin ikään täsmennetyt poliittiset linjaukset edellyttivät julkisuusmallin uudelleenarviointia ja kehittämistä. FK:n aloitteesta jatkovalmistelussa on syksyn 2014 aikana selvitetty, että tiedot voitaisiin kerätä myös kyselyperiaatteella, mikä tarkoittaisi, että omistajatiedot kerättäisiin reaaliaikaisesti pyynnöstä suoraan Suomessa toimivien pankkien hallintarekisteröidyltä alatileiltä (ns. on-demand –malli). Hallintarekisteritilejä saisivat tarjota suomalaisille sijoittajille ainoastaan sellaiset pankit, jotka rakentavat raportointiyhteyden uuteen julkisuusrekisteriin. Mallia on kuvattu esitysluonnoksen sivulla 25.

VM:n kesällä julkaiseman työryhmäraportin keskeinen ehdotus oli uuden julkisen omistajarekisterin rakentaminen Patentti- ja rekisterihallituksen yhteyteen. Uuden rekisterin perustaminen tulee joka tapauksessa ajankohtaiseksi neljännen rahanpesudirektiivin implementoinnin yhteydessä. Uudessa arvopaperikeskusten väliselle kilpailulle perustuvassa järjestelmässä raportointi on perusteltua toteuttaa viranomaisen ylläpitämään rekisteriin.

Uuden mallin lähtökohtana on se, että pankit ovat jo nykyisellään keskeisin omistajatiedon alkulähde. On arvioitu, että viranomaistasolta pankeille tulee noin 500.000 – 700.000 erityyppistä kyselyä. Toistaiseksi kyselyihin vastaaminen on tehty manuaalisesti, mutta viimeisten vuosien kuluessa on kehitetty automatisoitua järjestelmää viranomaisten tilikyselyihin vastaamiseksi. Osa pankeista ja viranomaisista on parhaillaan ottamassa mallia koekäyttöön.

Viranomaisia varten kehitettävää kyselyjärjestelmää voitaisiin hyödyntää myös yleisön tekemiä kyselyjä varten. Kyselymallilla taattaisiin tiedonsaannin ajantasaisuus. Käytännön tasolla malli olisi helpommin ja kustannustehokkaammin luotavissa kuin VM:n työryhmärapor-

² Ks. [FK Lausunto](#) valtiovarainministeriön työryhmämuistioon.



tissa esitetty määräajoin tapahtuva massaraportointi. Järjestelmän perustamiskustannukset olisivat jokaisen toimijan osalta kohtuulliset, jos järjestelmä voitaisiin rakentaa viranomaiskyselyiden automatisoinnin yhteydessä.

FK kiinnittää huomiota siihen, että esitysluonnoksessa mallin jatkovalmistelusta oltaisiin luopumassa käytännössä ilman vakuuttavia perusteluja. Sivulla 25 todetaan ainoastaan, että "[t]iedonkeruuta koskevista malleista on esityksen jatkovalmistelussa luovuttu, koska hallitus esittää käytettäväksi 38 artiklan 5 alakohdan poikkeussääntöä ei hallintarekisteröinnin vapaus ulotu suomalaisten omistuksiin suomalaisyhtiöissä."

FK korostaa, että uudella mallilla Suomessa toimivat pankit pystyisivät toimittamaan omistajatiedot samantasoisena kuin nykyäänkin – pyynnöstä milloin tahansa ja reaaliaikaisena. Lisäksi uudella järjestelmällä tietojen tosiasiallista saatavuutta voitaisiin edelleen kehittää. Internetperusteisena tietoja voitaisiin hakea tasapuolisesti mistä päin maata tahansa vuoro-kaudenajasta tai viikonpäivästä riippumatta muutamalla klikkauksella. Tiedot olisi siten myös helpommin ja edullisemmin kustannuksin yleisön saatavissa, sillä fyysistä vierailua arvopaperikeskuksen pääkonttoriin ei tarvita. Nykyaikaisen käyttöliittymän avulla voitaisiin myös huolehtia entistä paremmin tietoturvasta. Siten FK:n näkemyksen mukaan ei ole asiallisia perusteita vedota yleisöjulkisuuteen hallintarekisteröinnin rajoittamiseksi.

2.2 Julkisen omistajarekisterin rakentamiselle vahvat perusteet

FK pitää tärkeänä, että HE-luonnoksessa jo kuvatun omistuksen yleisöjulkisuusmallin valmistelu saatetaan loppuun. Hallituksen esitykseen tulisi siten lisätä VM:n työryhmän esittämä julkinen omistajarekisteri, josta säädettäisiin AOJSL:n 4 luvun 8 §:ssä.³ Ehdotuksen 1 momentin mukaan:

- "Patentti- ja rekisterihallitus ylläpitää julkista rekisteriä sellaisten Suomen lain mukaan rekisteröityjen osakeyhtiöiden, joiden liikkeeseenlaskema osake on otettu kaupankäynnin kohteeksi kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa tarkoitetulle säänneltylle markkinalle, omistajista (*julkinen omistajarekisteri*)."

Muilta osin julkista omistajarekisteriä koskevia säännöksiä muutettaisiin siten, että raportointivastuu suomalaisten osakeomistuksista olisi niillä pankeilla ja sijoituspalveluyrityksillä, jotka toimivat lain arvopaperitileistä (APTL, [750/2012](#)) 2.1 §:n 2) kohdassa määriteltynä säilyttäjinä ja jotka tarjoavat suomalaisille sijoittajille hallintarekisteritilejä. Siltä osin, kun on kyse nykyisessä arvo-osuusjärjestelmässä pidettävistä arvo-osuustililain ([827/1991](#)) mukaisista (suoran hallinnan) arvo-osuustileistä, tiedot julkiseen omistajarekisteriin saataisiin arvopaperikeskuksen järjestelmästä.

FK:n arvion mukaan uuden rekisterin pankeilta vaatimat tietojärjestelmämuutokset voidaan toteuttaa kohtuullisen nopeasti ja kohtuullisin kustannuksin. Tältä osin viittaamme myös Patentti- ja rekisterihallituksen lausuntoon, joka niinkään on arvioinut VM:n kanssa samansuuntaisesti perustamiskustannuksiksi 200.000–400.000 euroa ja vuotuisiksi käyttökustannuksiksi noin 10 prosenttia perustamiskustannuksista.⁴

³ Ks. VM:n työryhmämuistio s. 111.

⁴ Ks. Patentti- ja rekisterihallitus, lausunto työryhmämuistioon [PRH/1536/05/2014](#).



Julkisella omistajarekisterillä saataisiin myös selviä synergiaetuja, kun neljännen rahanpesudirektiivin mukaista tosiasiallisten edunsaajien rekisteriä ryhdytään rakentamaan. VM:n kaavailujen mukaan tämä rekisteri rakennettaisiin PRH:n yhteyteen.

Ottaen huomioon hallituksen esityksen antamisaikataulun, FK ehdottaa, että lakiin otettaisiin nyt perussäännökset julkisesta omistajarekisteristä. Rekisterin tekninen valmistelu pääsisi alkamaan ja markkinoille luotaisiin oikeusvarmuutta silmällä pitäen mm. vuoden 2017 alussa tapahtuvaa T2S –järjestelmän käyttöönottoa. Lainsäädäntöteknisesti mahdollisuus käyttää laarimuotoisia tilejä avattaisiin kuitenkin vasta sitten, kun julkinen rekisteri on saatu valmiiksi. Tämä malli vastaisi esitettyihin huoliin omistustiedon hajaantumisesta. Tällöin voimaantulosta voitaisiin säätää erillisellä voimaantulolailla. Vastaavatyypistä lainsäädäntötekniistä ratkaisua on käytetty mm. rakennettaessa sähköisen kiinteistökaupan teknisiä järjestelmiä.⁵

3 YKSILÖLLINEN ASIAKASEROTTELU

3.1 Arvopaperikeskusasetus ja suoran omistuksen pakko

FK yhtyy HE-luonnoksessa esitettyyn tulkintaan, jonka mukaan suoran omistamisen pakon ylläpitäminen suomalaisille sijoittajille olisi asetuksen vastaista, sillä se rajoittaisi liikkeenlaskijan valintaoikeutta merkittävästi. Julkisessa keskustelussa useasti esitetty väite siitä, että asetuksen myötä Euroopassa oltaisiin ottamassa käyttöön Suomen markkinan tyyppinen suoran omistuksen malli. Väite on virheellinen.

Suomen ja muiden Pohjoismaiden arvopaperien hallintajärjestelmän erityispiirre on se, että asiakastilit pidetään arvopaperikeskuksen tasolla ja tilikirjauksia koskevat tehtävät on jaettu arvopaperikeskuksen ja arvopaperikeskuksessa toimivien tilinhoitajien välillä. Teknisesti ja oikeudellisesti arvioiden muilla eurooppalaisilla päämarkkinoilla tätä tilinhoitajainstituutiota ei tunneta. Arvopaperikeskusasetuksessa tilinhoitajamallin olemassaolo tunnustetaan, mutta samalla asetuksessa *ei velvoiteta muita arvopaperikeskuksia tarjoamaan tilinhoitajamallilla toimivaa tilijärjestelmää*. Siten eurooppalaiset markkinat eivät ole siirtymässä pohjoismaisen mallin suuntaan. Käytännössä tilinhoitajamallin käyttöönotto edellyttäisi muissa EU-maissa syväälle käyvää oikeudellisten hallintarakenteiden muuttamista eikä useiden maiden toimialayhdistysten kanssa käymiemme keskustelujen perusteella tästä ole mitään viitteitä. Tarkemmin eroja olemme kuvanneet FK:n lausunnossa s. 12–13 VM:n työryhmämuistioon.

3.2 Yksilöllisen asiakaserottelun merkitys eurooppalaisessa markkinakäytännössä

⁵ Hs. HE 146/2010 vp s. 56. <http://www.finlex.fi/fi/esitykset/he/2010/20100146.pdf> ”Kiinteistön sähköistä kauppaa, panttausta ja kirjaamisen menettelyä koskevien säännösten voimaantulosta säädettäisiin erikseen lailla. Säännökset voisivat tulla voimaan noin kolmen vuoden kuluttua siitä, kun lait on hyväksytty ja vahvistettu. Melko pitkä voimaantuloaika on tarpeen asiointijärjestelmien suunnittelua ja rakentamista varten. Aikataulussa on otettava huomioon, että järjestelmän toimivuudesta on saatava varmuus ennen kuin sitä voidaan tarjota asiakkaiden käytettäväksi. Samoin on varattava aikaa niin kirjaamisviranomaisen kuin sidosryhmienkin kouluttamiseen ja tiedottamiseen.”



Vaikka arvopaperikeskusasetus ei velvoita muita eurooppalaisia arvopaperikeskuksia omaksumaan pohjoismaisen suoran omistuksen mallia, muuttaa asetusta oikeustilaa useissa maissa yksilöllisen asiakaserottelun suhteen. Nykyisellään Manner-Eurooppalaisissa arvopaperikeskuksissa pidetään ainoastaan muutamia tuhansia tilejä, jotka on avattu arvopaperikeskuksen osapuolille toimiville pankeille.⁶ Nyt arvopaperikeskusasetus velvoittaa sekä arvopaperikeskukset että arvopaperikeskusten suorat osapuolet tarjoamaan yksilöllisesti eroteltuja tilejä.

Oikeudellisesti ja teknisesti arvioiden kysymyksessä on yhdelle asiakkaalle avattu, mutta moniportaisesti hallinnoitu tili, joka toimii AOTL 5a §:n mukaisen omaisuudenhoitotilin tapaan. Eurooppalaisten pankkien kanssa käytyjen keskustelujen perusteella FK arvioi yksilöllisen asiakaserottelun käytännön merkityksen vähäiseksi. Valinnan mahdollisuudesta huolimatta on epätodennäköistä, että mallin käyttö laajenisi olennaisesti nykyisestä. Syyt tähän ovat käytännöllisiä ja liiketaloudellisia. Taloudellinen peruste yksilöllisen asiakaserottelun käyttöön on ensisijaisesti sijoittajan erottelusta saama oikeudellinen lisäsuoja säilyttäjäpankin konkurssissa. Perustavanlaatuinen kysymys on, kokevatko esimerkiksi saksalaisen Clearstreamin tai Ranskassa, Belgiassa sekä Hollannissa toimivan Euroclearin säilyttäjäpankit ja niiden sijoittaja-asiakkaat arvopaperiomistuksiinsa liittyvää merkittävää oikeudellista epävarmuutta?

Manner-eurooppalainen arvopaperien moniportainen hallintajärjestelmä on osoittanut oikeudellisesti toimivaksi ja vahvaksi myös finanssikriisin oloissa. Järjestelmä on perustana myös EKP:n T2S-järjestelmälle. Tätä silmällä pitäen on epätodennäköistä, että arvopaperikeskusasetuksen edellyttämä yksilöllinen asiakaserottelu otettaisiin laajamittaisesti käyttöön. Asetuksen velvoittaessa sitä tarjoamaan, se tulee arvopaperikeskusten ja niiden osapuolten palveluvalikoimaan, mutta yleistyneenä hitaasti.

3.3 Yksilöllinen asiakaserottelu Suomen markkinan kannalta

FK pitää HE-luonnoksessa kaavailtua uudistusta oikeasuuntaisena, mutta riittämättömänä. Ongelmaksi muodostuu se, ettei ehdotus mahdollistaisi kustannussäästöjä, koska laarillisäilytystä ei sallittaisi. Hallintarekisteröinnin laajennus toteutettaisiin luonnoksen mukaan muuttamalla arvo-osuustililain 5a §:ää, jonka 2 momentin mukaan: ”Omaisuudenhoitotilille saadaan kirjata yhden tai useamman asiakkaan lukuun hallittavia arvo-osuuksia. Suomalaisen tai suomalaisen yhteisön omistamat arvo-osuudet saadaan kirjata *vain omaisuudenhoitotilille, jota hallitaan yhden asiakkaan lukuun.*” (kursivointi tässä). Yksilöllisesti eroteltujen omaisuudenhoitotilien yleisjulkisuus toteutettaisiin osakasluettelosta erillisillä luetteloilla arvopaperikeskuksessa.⁷

3.3.1 Pienempien pankkien ja sijoituspalveluyritysten asema

Ehdotuksen vaikutuksia voidaan lähestyä seuraavien esimerkkien avulla:

- **ESIMERKKI 1: Malli, jossa laarisäilytys olisi sallittu:** Sijoituspalveluyritys A tarjoaa asiakkailleen varainhoitopalveluita. Se haluaisi tarjota asiakkailleen myös mah-

⁶ Ks. ECSDA CSD Factbook: http://ecsd.eu/wp-content/uploads/2013_CSD_Factbook.pdf

⁷ Ks. HE Luonnos s. 18.



dollisuutta sijoittaa suomalaisiin pörssiosakkeisiin. Sillä on kuitenkin ainoastaan 2000 asiakasta, eikä sijoituspalveluyrityksen ole kannattavaa liittyä arvopaperikeskuksen tilinhoitajaksi.

Sijoituspalveluyritys A käyttää hyväkseen Pankki B:n tarjoamaa ulkoistuspalvelua. Pankki B on arvopaperikeskuksen tilinhoitaja, joka A:n kanssa tekemän sopimuksen pohjalta perustaa B:n lukuun *yhden* AOTL 5a §:n mukaisen omaisuudenhoitotilin. Tällä yhdellä tilillä Pankki B hallinnoi kaikkia A:n 2000 asiakkaan arvo-osuuksia. Sijoituspalveluyritys A puolestaan tarjoaisi asiakkailleen APTL:n 3 §:n mukaista arvopaperitiliä. Lainkohdan mukaan ”säilyttäjän on pidettävä säilyttämistään arvopaperista asiakaskohtaisia arvopaperitilejä. Tilejä on pidettävä luotettavalla tavalla ja siten, että kunkin tilille tehdyn oikeuksia osoittavan merkinnän tarkka ajankohta on luotettavasti selvitettävissä.”

Ulkoistamalla säilytystoiminnan Pankki B:lle sijoituspalveluyritys saavuttaisi merkittäviä kustannussäästöjä mm. siksi, ettei sen tarvitsisi liittyä arvo-osuusjärjestelmän suoraksi osapuoleksi. B:n toisena vaihtoehtona olisi käytännössä pidättäytyminen tarjoamasta asiakkailleen sijoitusmahdollisuutta suomalaisiin pörssiosakkeisiin.

- **ESIMERKKI 2: Malli, jossa edellytetään yksilöllistä asiakaserottelua:** Esimerkki vastaisi HE-luonnosta. Sijoituspalveluyritys A tarjoaa asiakkailleen varainhoitopalveluita. Se haluaisi tarjota asiakkailleen myös mahdollisuutta sijoittaa suomalaisiin pörssiosakkeisiin. Sillä on kuitenkin ainoastaan 2000 asiakasta, eikä sijoituspalveluyrityksen ole kannattavaa liittyä arvopaperikeskuksen tilinhoitajaksi.

Sijoituspalveluyritys A harkitsee Pankki B:n tarjoamaa ulkoistuspalvelua. Pankki B on arvopaperikeskuksen tilinhoitaja, joka A:n kanssa tekemän sopimuksen pohjalta perustaisi B:n lukuun AOTL 5a §:n mukaisia omaisuudenhoitotilejä. Poiketen esimerkistä 1, B joutuisi kuitenkin avaamaan sijoituspalveluyritys A:n lukuun 2000 uutta tiliä arvo-osuusjärjestelmään. Sijoituspalveluyritys A joutuisi ohjeistamaan Pankki B:tä erikseen jokaisesta asiakkaansa tekemästä tapahtumasta. Lisäksi omistajatiedot jouduttaisiin erikseen raportoimaan arvopaperikeskuksen ylläpitämälle omistajaluettelolle. Tämä lisäisi olennaisesti kustannuksia ja hallinnollista taakkaa. Todennäköisesti sijoituspalveluyritys A:n ei olisi kannattavaa tarjota näitä tilejä.

Yhteenvetona yllä mainituista esimerkeistä voidaan todeta, että HE-luonnoksen vaatimalla yksilöllisellä asiakaserottelulla ei saavutettaisi moniportaisella hallinnalla tavoiteltavia kustannussäästöjä. Tällöin markkinoilta suljettaisiin jatkossakin perusteetta pienempiä sijoituspalveluyrityksiä ja pankkeja, jotka haluaisivat tarjota suomalaisille sijoittajille sijoittamis- mahdollisuutta suomalaisiin pörssiosakkeisiin.

3.3.2

EU:n alueen arvopaperikeskusten mahdollisuus tarjota palveluita Suomessa

Arvopaperikeskusten roolit muuttuvat T2S:n myötä merkittävästi. Kansallisessa taustalainsäädännössä on tunnistettava arvopaperikeskusten uudet roolit ja arvioitava niiden mahdollisuuksia tarjota palveluita suomalaisille pankeille ja sitä kautta sijoittajille. Jatkossa EU:n alueella arvopaperikeskukset toimivat kahdella pääasiallisella liiketoimintamallilla, jotka ovat useimmiten toisiaan täydentäviä. Nämä mallit ovat:



- **Liikkeeseenlaskija-arvopaperikeskus (issuer CSD):** Liikkeeseenlaskija-arvopaperikeskuksella tarkoitetaan arvopaperikeskusta, jossa arvopaperit tai arvo-osuudet lasketaan ensimmäistä kertaa liikkeeseen. Arvopaperikeskus avaa tilejä loppusijoittajille ja arvopaperikeskuksen osapuolina toimiville tilinhoitajapankeille.
- **Sijoittaja-arvopaperikeskus (investor CSD):** Sijoittaja-arvopaperikeskuksella tarkoitetaan toista arvopaperikeskusta, joka puolestaan avaa tilin toisessa liikkeeseenlaskija-arvopaperikeskuksessa. Tällaisten tili- ja linkkijärjestelyjen avulla arvopaperikauppa voidaan selvittää ja arvopapereita säilyttää toisessa arvopaperikeskuksessa kuin liikkeeseenlaskija-arvopaperikeskuksessa.

Paikallisten arvopaperikeskusmonopoliin avaaminen arvopaperikeskusten väliselle kilpailulle tapahtuu juuri sijoittaja-arvopaperikeskus-mallin avulla.

Arvopaperikeskusten välisiä linkkejä on ollut käytössä jo ennen T2S:n käyttöönottoa, mutta niiden toiminta on ollut monimutkaista ja epävarmaa. Jatkossa kaikki järjestelmässä mukana olevan 29 arvopaperikeskusta muodostavat saumattoman kokonaisuuden. Myös Euroclear-konsernin julkaisemissa suunnitelmissa on kaavailtu muutoksia myös Euroclear Finlandin rooliin. Suunnitelmien mukaan myös Euroclear Finland toimii sijoittaja-arvopaperikeskuksena tarjoten osapuolilleen keskitetyn pääsyn kaikille T2S-markkinoille. Tällä tavalla pyritään eroon suuresta operationaalisesta taakasta, joka liittyy useiden eri arvopaperikeskusten tai säilyttäjä- tai agenttipankkien käyttöön.⁸ Teknisesti tämä tapahtuu perustamalla hallintarekisteritili esimerkiksi saksalaiseen, ranskalaiseen tai espanjalaiseen arvopaperikeskukseen. Arvopaperikeskusasetuksen mukaisella euopassilla ja hallintarekisteritilimallilla toimittaessa arvopaperikeskuksemme voi tarjota esimerkiksi Ruotsissa tai muissa EU-maissa toimiville pankeille keskitetyn ja tehokkaan pääsyn kaikille T2S-järjestelmässä mukana oleville arvopaperimarkkinoille.

Saumattomasti toimivien linkkien johdosta myös säilyttäjäpankeilla on mahdollisuus jatkossa ostaa arvopaperikeskuspalvelut myös suomalaisten arvopapereiden osalta miltä tahansa T2S-järjestelmässä toimivalta arvopaperikeskukselta.

EKP:n työryhmä on selvittänyt harmonisointia edellyttäviä kohteita, jotta T2S:n tuomat hyödyt voidaan ottaa tehokkaasti käyttöön koko alueella. Yksi listatuista kohteista on hallintarekisteröintisäännösten puute. Suomen osalta ongelma on se, että Suomen laki estää hallintarekisteröityjen tilien käytön suomalaisilta sijoittajilta.⁹ Vähäisiä poikkeuksia lukuun ottamatta hallintarekisteröinti on vallitseva säilytysmalli muilla T2S-alueen markkinoilla.

Suomen nykyinsäädännön edellyttäessä loppusijoittajan tilin pitämistä Euroclear Finlandin hallinnoimassa arvo-osuusjärjestelmässä, muodostuisi sille T2S-järjestelmän kanssa yhteensopimaton, suomalaisia sijoittajia koskeva osakesäilytysmonopoli. Tämä sulki Suomen markkinoilta pois muut sijoittaja-arvopaperikeskusrakenteella toimivat arvopaperikes-

⁸ Ks. Euroclear: Making T2S easy for you, s. 6. "Selecting ESES or Euroclear Finland as your investor CSD gives you a single CSD entry point to all T2S markets. This avenue of approach eliminates a large part of the operational burden associated with maintaining multiple CSD (or multiple custodian/agent relationships.) <https://www.euroclear.com/dam/PDFs/Corporate/MA2859-making-T2S-easy.pdf>

⁹ Ks. EKP T2S Programme office: Availability of omnibus accounts, ks. <http://www.ecb.europa.eu/paym/t2s/progress/pdf/ag/mtg17/item-7-1-2012-03-27-omnibus-accounts-status.pdf??176423a3e050986b4c5dfcff2a1a9e70>



kuskonsernit, joilla on yllä kuvattuja Euroclear-ryhmän kaltaisia suunnitelmia tarjota keskitettyjä säilytyspalveluita EU:n alueella.

Jotta kansalliset markkinat eivät jäisi T2S:n tuomilta sisämarkkinahyödyiltä suojaetuksi saarekkeeksi, hallintarekisterikieltojen poistaminen on yksi T2S 17:sta keskeisestä harmonisaatiovaatimuksesta. Tältä osin FK kiinnittää huomiota EKP:n neljänteen 19.3.2014 annettuun harmonisaatioraporttiin ” Fourth T2S Harmonisation Progress Report”¹⁰, jossa arvioidaan Suomen markkinan valmiutta uuteen järjestelmään. Suomen markkina täyttää jo nykyisellään pitkälti muut ydinvaatimukset, mutta hallintarekisteröintirajoituksen johdosta markkinamme valmius T2S:aan on puutteellinen.¹¹

HE-luonnoksen mukaan näyttäisi siltä, että muut arvopaperikeskukset voisivat tarjota Suomeen palveluita edellyttäen, että myös tänne palveluita tarjoava arvopaperikeskus segregoi omistukset omissa järjestelmissään. Kilpailu avattaisiin muodollisesti, mutta yllä esimerkiksi 2 kuvattu raskas segregointivelvollisuus johtaisi käytännössä siihen, ettei kilpailu kuitenkaan todellisuudessa avautuisi.

Asiakaskohtaisella erottelulla ei myöskään sijoittajan kannalta saavuteta niitä etuja, joita laarimaisilla tileillä tavoitellaan. Lukuisten asiakaskohtaisesti eroteltujen hallintarekisteröityjien hallinnoiminen olisi täysin yhtä työlästä kuin nykyisten suorienkin tilien osalta, paitsi että lisäksi tulisi näiden tilien osalta ylimääräinen raportointivelvollisuus omistajaluettelolle. Sijoittaja ei siten valitessaan asiakaskohtaisesti erotellun tilin saisi lainkaan kustannushyötyjä omassa arvopaareiden hallinnassaan tai pankkien alhaisempien kustannusten kautta. Toisaalta sijoittaja menettäisi suoran arvopaperitilin edut.

Tältä on osin FK on samaa mieltä HE-luonnoksen kanssa, jossa todetaan, että asiakaskohtaisen erottelun vaatimus on on omiaan nostamaan suomalaisten sijoittajien säilytyskustannuksia näiden sijoittaessa suomalaisiin osakkeisiin. Säilyttäjäille yhteistilit ovat edullisempia jo nykyisin. Kustannusten kasvuun vaikuttavat sekä suuremmat tapahtumamäärät että maakohtaiset järjestelmäratkaisut, jotka tulee sovittaa yhteen kansainvälisten järjestelmien kanssa. T2S:n myötä standardointi ja dynaamiset kilpailuvaikutukset laskevat hintoja muissa kilpailulle alistetuissa arvopaperikeskuksissa. T2S:n myötä sijoittaminen ulkomaisiin osakkeisiin muodostuu todennäköisesti suomalaisia osakkeita halvemmaksi, jolloin monopolijärjestelmän perusteeton ylläpito vaikuttaa suomalaisten yritysten rahoituksensaantiin.

Lisäksi omistuksen yleisöjulkisuus on esitetty toteuttavaksi siten, että myös sijoittajarvopaperikeskuksen tarjotessa Suomeen palveluita, yleisöjulkisuus toteutettaisiin osakseluetteloista erillisellä luettelolla arvopaperikeskuksessa, eli Euroclear Finlandin järjestelmässä. Järjestelmä olisi omiaan vain ylläpitämään monopoliratkaisua. Luonnoksessa ei myöskään ole pohdittu lainkaan sitä, miten voidaan valvoa ettei Euroclear Finland käytä monopoliasemaansa väärin, esim. perimällä rangaistuksenomaisia maksuja luettelopalveluistaan kilpailevia arvopaperikeskuksia käyttäviltä osapuolilta. Yleisöjulkisuuden toteuttamista ei tulisi tässä tapauksessa toteuttaa lainkaan arvopaperikeskuksen kautta, vaan julkisen omistajarekisterin kautta. Raportoinnin rekisteriin hoitaisivat siihen liittyneet osapuolet.

¹⁰ Ks. EKP: Fourth T2S Harmonisation Progress Report
http://www.ecb.europa.eu/paym/t2s/pdf/fourth_t2s_harmonisation_progress_report.pdf

¹¹ Ks. EKP: Fourth T2S Harmonisation Progress Report s. 75.



3.4 Ehdotus osaksluetteloiden pidosta asetuksen vastainen

Ehdotetun AOJL:n 4 luvun 3 §:n mukaan [a]rvo-osuusjärjestelmään kuuluvien arvoisuuksien omistajista *olisi pidettävä liikkeeseenlaskijoiden lukuun* liikkeeseenlaskijakohtaiset osaksluettelot ja muut vastaavat omistajaluettelot arvopaperikeskuksessa. FK kiinnittää huomiota siihen, että HE-luonnoksessa on poikettu olennaisesti VM:n työryhmäraportin mallista, jonka mukaan omistajista *voidaan pitää* liikkeeseenlaskijakohtaiset osaksluettelot ja muut vastaavat luettelot arvopaperikeskuksessa.¹²

HE-luonnos on ristiriidassa arvopaperikeskusasetuksen kanssa. VM:n työryhmäraportin yksityiskohtaisissa perusteluissa todetun mukaisesti ”EU:n arvopaperikeskusasetuksen liitteen B mukaan osaksluetteloiden ylläpito ei ole pakollista ydinpalvelua vaan vapaaehtoista lisäpalvelua, jolloin arvopaperikeskusta ei enää jatkossa voida velvoittaa ylläpitämään osakas- ja omistajaluetteloita.”¹³ Siten luonnoksessa asetettu Euroclear Finlandia koskeva vaatimus osaksluetteloiden ylläpitämisestä on suoraan arvopaperikeskusasetuksen vastainen. Vaatimus myös asettaa esteen muille arvopaperikeskuksille tarjota palveluita Suomessa.

Asetuksen tehokkaan voimaansaattamisen varmistamiseksi FK pitää erittäin tärkeänä, että uudessa lainsäädännössä omaksutaan EU-lainsäädännön kanssa yhteneväinen ratkaisu. Siinäkin tapauksessa, että arvopaperikeskukselle asetettaisiin velvollisuus tarjota luetteloiden ylläpitoa, tulisi yhtiön voida halutessaan järjestää luetteloiden ylläpitäminen tarkoitukseenmukaisella tavalla. VM:n työryhmäraportin mukaan järjestäminen olisi asetettu yhtiön hallituksen vastuulle ja sitä koskevat perussäännökset olisivat osakeyhtiölaissa. Perustelujen mukaan yhtiön hallitus voisi lain yleisten periaatteiden mukaisesti järjestää osaksluettelon pidon parhaaksi katsomallaan tavalla. Yhtiö voisi esimerkiksi ulkoistaa luettelon pitämisen ulkopuoliselle palveluntarjoajalle.¹⁴

3.5 Pidemmälle menevät ehdotukset monopolijärjestelmän ylläpitämiseksi

Asetuksen tehokasta voimaansaattamista on leimannut poikkeuksellisen laaja julkinen keskustelu, jolla on vaikutusta omaksuttaviin lopullisiin esitysratkaisuihin. Julkisuudessa on esitetty voimakkaita näkemyksiä, joiden mukaan hallituksen esityksessä tulisi omaksua vielä esitysluonnostakin rajoittavampi sääntelymalli.¹⁵ Julkisuudessa esitetyt tiedot näyttävät perustuvan pitkälti Euroclear Finlandin 18.11.2014 julkaisemaan tiedotteeseen ”Valtiovarainministeriö sallii sittenkin hallintarekisteröinnin”.¹⁶

Tiedotteen mukaan: ”Ehdotuksen mukaan suomalainen sijoittaja voi valita arvopaperien säilyttäjäksi tahon, joka ei ole arvopaperikeskuksen osapuoli, hallintarekisteröinnin hoitaja eikä arvopaperikeskuksessa olevan tilin haltija. Toisin sanoen olisi täysin sallittua valita arvopaperille esimerkiksi ulkomainen arvopaperisäilyttäjä ja piiloutua myös laarimuotoisen

¹² Ks. VM:n työryhmäraportti s. 117 AOJSL 6 luvun 3 §.

¹³ Ks. VM:n työryhmäraportti s. 75, yksityiskohtaiset perustelut AOJSL 6 luvun 3 §:n kohdalla.

¹⁴ Ks. VM:n työryhmäraportti s. 84, yksityiskohtaiset perustelut OYL 3 luvun 15 §:n kohdalla.

¹⁵ Ks. esimerkiksi Kauppalehti 21.11.2014 s. 17. Hallintarekisteri sittenkin.

¹⁶ Ks. Euroclear Finland

<https://www.euroclear.com/fi/uutiset/uutisarkisto/suomi/valtiovarainministerion-ehdotus-sallii-sittenkin-hallintarekisteroinnin.html>



hallintarekisteröidyn säilytysketjun taakse.” Tiedotteen perusteella Euroclear näyttää vielä aikaisempaa vahvemmin ja avoimemmin ajavan täysin suljettua mallia, joka olisi ristiriidassa asetuksen ja Euroopan keskuspankin T2S:n kanssa.

FK:n arvion mukaan viittaukset epämääräisiin piiloutumisargumentteihin ja monimutkaisiin rajat ylittäviin säilytysketjuihin palvelevat ensisijaisesti belgialaisen Euroclear-konsernin osakesäilytysmonopoliin ylläpitoa Suomessa. Tiedotteessa ja julkisessa viestinnässä jätetään mm. kokonaan huomiotta, että arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistuksen yhteydessä annettu laki arvopaperitileistä (750/2012) sisältää yksityiskohtaiset ja oikeudellisesti selvät säännökset Suomessa moniportaaisesti hallituille tileille. Tämän vuoksi tiedotteessa esitetyjä argumentteja on arvioitava tässä lausunnossa tarkemmin. Arvioimme myös, miten omistuksen julkisuus turvattaisiin PRH:n yhteyteen perustettavalla julkisella omistajarekisterillä.

- **Väite:** ”Piiloutuminen ulkomaisen hallintaketjun taakse” → Lainsäädännössä voidaan edellyttää, että arvopaperitilien tarjoamisen edellytyksenä on liittyminen julkiseen omistajarekisteriin. Valitusta hallintamallista riippumatta suomalainen osakeomistus säilytyisi yleisöjulkisenä.
- **Väite:** ”Yksilöllisesti asiakaserotellun arvo-osuustilin omistajatieto ei olisi automaattisesti saatavilla eikä sitä näkyisi yhtiön osakasluettelolla.” → Omistustieto olisi saatavissa julkisesta omistajarekisteristä.
- **Väite:** ”Osakkaalla ei olisi omistusoikeutta, ainoastaan tilioikeus tilillä säilytettäviin arvo-osuuksiin eikä näin ollen yhtiöoikeudellisia hallinnollisia oikeuksia.” → Arvopaperien moniportaista säilytystä säännellään uudessa ja kansainvälisiin arvopaperikonventioihin perustuvassa ja yllä mainitussa APTL. On totta, että asiakkaan oikeutta kutsutaan tilioikeudeksi erotuksena arvo-osuudesta. Tilioikeuden taloudellinen merkitys on kuitenkin olennaisesti samanlainen kuin arvo-osuudella.¹⁷ Väite yhtiöoikeudellisten hallinnollisten oikeuksien puuttumisesta on kuitenkin virheellinen. APTL 4 §:n mukaan tilinhaltijalla on oikeus saada tilille merkittyyn arvopaperiin perustuvat suoritukset ja käyttää muita arvopaperiin perustuvia oikeuksia.¹⁸ Nykyiseen tapaan hallintarekisteröidyn osakkeen omistaja voi käyttää osakeyhtiölain 4 luvun 2 §:n mukaisesti oikeutta osallistua yhtiökokoukseen ilmoittautumalla tilapäiseen osakasluetteloon.
- **Väite:** ”Säilyttäjän pankin konkurssissa tai kilpailuttaessaan säilyttäjän pankkeja sijoittaja ei pystyisi siirtämään tiliä toisen pankin operoitavaksi, koska hän itse ei olisi tilinhaltija. Asiakaskohtaisesti erotellun tilin sijoittajansuojaa koskevat keskeiset tavoit-

¹⁷ Ks. [HE 32/2012 vp](#), yksityiskohtaiset perustelut APTL 4 §:n kohdalla. ”Vaikka arkikielessä puhutaan yleisesti arvopaperien omistamisesta, sijoittajan oikeudellinen asema on jossain määrin erilainen riippuen siitä, onko hänellä fyysinen arvopaperi hallussaan, arvo-osuus arvo-osuustilillään vai lakiehdotuksessa tarkoitettu arvopaperia koskeva oikeus. Tavallisesti näiden arvopaperiomaisuuden muotojen taloudellinen merkitys on sama. Eroa on lähinnä oikeuksien toteuttamisen teknisessä tavassa ja siinä, mikä on oikeudenhaltijan asema eräissä maksukyvyttömyydestä johtuvissa poikkeustilanteissa.”

¹⁸ Ks. HE 32/2012 vp, yksityiskohtaiset perustelut APTL 4 §:n kohdalla ”Kohta kattaa taloudelliset oikeudet, kuten oikeuden osinkoihin, lyhennyksiin ja muihin maksusuorituksiin sekä erilaiset merkintäoikeudet, samoin kuin mahdolliset hallinnoimisoikeudet, kuten oikeuden osallistua liikkeeseenlaskijayhteisön päätöksentekoon ja sitä tukevat oikeudet eri muodoissaan.”



teet eivät toteutuisi (eroteltavuus ja siirrettävyys).” → Väite on ilmeisen virheellinen. APTL:n 1 §:n mukaan nimenomaisesti säädetään Suomessa harjoitettavan arvopaperien säilyttämisen perusteella pidettävistä arvopaperitileistä ja tilinhaltijoiden suojasta säilyttäjää koskevassa maksukyvyttömyysmenettelyssä. Lakia sovelletaan juuri pankin säilyttäjän pitämään alakirjanpitoon.¹⁹ Lain 11 §:n mukaan ”[s]äilyttäjän tilinhaltijoidensa lukuun hallitsevat arvopaperit eivät kuulu säilyttäjän konkurssipesään eikä niitä voida ulosmitata säilyttäjän velasta.” Lisäksi lain 4 §:n mukaan tilinhaltijalla on oikeus vaihtaa säilyttäjää eli saada tilioikeus merkittyä toisen säilyttäjän tilille.

- **Väite:** ”Sijoittajan oikeutta koskevat kirjaukset (esim. panttaus ja ulosmittaus) tehtäisiin hallintarekisteriketjun takana olevan, sijoittajaa lähinnä olevan säilyttäjän järjestelmiin. Esimerkiksi viranomaisille ei pystyttäisi antamaan suoraan arvo-osuustilin perusteella tietoa sijoittajan oikeuden sisällöstä, vaan asia pitäisi selvittää aina erikseen säilytysketjun läpi.” → Väite on harhaanjohtava, sillä APTL 6 § sisältää selvät säännökset arvopaperitileille kirjattavista oikeuksista ja rajoituksista, kuten panttauksesta. Vastaavasti tilioikeuteen kohdistuva ulosmittaus ja turvaamistoimenpide merkitään tilille asianomaisen viranomaisen ilmoituksesta ja konkurssi konkurssipesän ilmoituksesta. Suomalaiset pankit ja sijoituspalveluyritykset vastaavat nykyisellään jo 500.000 – 700.000 viranomaiskyselyyn vuosittain.

Yhteenvedona voidaan todeta, ettei Euroclearin esittämälle monopoliratkaisulle ole perusteita siltä osin, kun kyse on suomalaisten ja Suomeen sijoittautuneiden säilyttäjien tarjoamista APTL:n mukaisista arvopaperitileistä. Sijoittajille tarjottava valintaoikeus arvopaperikeskuksessa pidettävän AOTL:n mukaisen arvo-osuustilin tai suomalaisen pankin tai sijoituspalveluyrityksen tarjoaman tarjoaman APTL:n välillä voidaan järjestää tavalla, jossa yleisöjulkisuus paranee nykyisestä.

4 Poikkeussäännön käyttöönottoaminen ja oikeudellinen riski

Esitysluonnoksessa jatkossa ”Poikkeussäännön käyttöönottoaminen ja oikeudellinen riski”. hallintarekisteröintikiellon ylläpitäminen on todettu monilta osin olevan ristiriidassa arvopaperikeskusasetuksen sanamuodon ja tavoitteiden kanssa. Esitysluonnoksessa todetaan, että ”[a]rtiklan 38 muotoilu yksilöllisestä ja yhteisöllisestä asiakaserottelusta on kuitenkin poikkeuksellisen tulkinnanvarainen ja harvinainen säännös asetuksessa, joka ei tee eroa valtiokohtaisen harmonisaation tasolla”.²⁰ FK on pitkälti samaa mieltä arvion kanssa.

Hallintarekisteröintikiellon ylläpitäminen johtaa oikeudelliseen epävarmuustilaan. Asetusneuvottelujen lopun Coreper-käsittelyssä neuvoston oikeuspalvelu vaati Coreper-pöytäkirjaan lisättäväksi seuraavan lausuman:

”Artiklan 38(5) toisen alakohdan sanamuoto mahdollistaa objektiivisesti perustelemattoman ja ajallisesti rajoittamattoman poikkeuksen yleisestä järjestelmästä. Ehdotettu poikkeus on erityisen ongelmallinen kun kyseessä on EU:n asetus. On olemassa tapauksia, joissa unionin lainsäätäjällä on sallinut tiettyä joustavuutta siirtämällä asian kansallisen lain piiriin, mutta kaikki tällaiset

¹⁹ Ks. HE 32/2012 vp, yksityiskohtaiset perustelut APTL 1 §:n kohdalla.

²⁰ Ks. HE Luonnos s. 16.



poikkeukset ovat olleet yhtä lailla sovellettavia kaikille osapuolille. Tässä tapauksessa tarkka määräpäivä puolestaan rajaisi poikkeuksen koskemaan selvästi yksilöitäviä jäsenvaltioita, oikeushenkilöitä ja luonnollisia henkilöitä. Lisäksi CSD-asetus olisi sen jälkeen tiukempi EU:n tietyille oikeushenkilöille ja luonnollisille henkilöille, mikä voitaisiin nähdä syrjintänä.

Edellä mainituista syistä johtuen neuvoston oikeudellinen yksikkö toteaa, että ehdotettu toinen alakohta CSD-asetuksen artiklassa 38(5) ei ole yhteensopiva EU:n perussopimusten kanssa, eikä siihen siksi voida vedota tulevissa oikeusmenettelyissä, joten se saatetaan niissä todeta täytäntöönpanokelvottomaksi. Käytännössä tämä tarkoittaisi, että poikkeuksen piirissä oleva henkilö voisi silti vaatia itselleen kappaleen 5 ensimmäisen alakohdan sallimaa valinnanmahdollisuutta, eikä kyseinen jäsenvaltio voisi kansallisen lainsäädäntönsä perusteella evätä sitä.”²¹

Neuvoston oikeuspalvelun selväsanaisen lausunnon valossa nykyisten rajoitusten ylläpitäminen luo arvopaperien säilytyspalveluihin merkittävää epäselvyyttä. Lisäksi on huomattava, että asetuksen sanamuodon mukaan 17.9.2014 voimassa ollutta lainsäädäntöä voidaan pitää voimassa vain niin kauan kuin lainsäädäntöä ei ole kumottu tai muutettu. Vastoin esittelyluonnoksessa esitettyä, artiklan sanamuoto ei anna Suomen valtiolle ”optiota” luoda uusia rajoituksia. Kun lainsäädäntöä muutetaan, on se korjattava asetuksen mukaiseksi.

FK:n näkökulmasta arvopaperien säilytyksessä on kysymys niin mittavista taloudellisista intresseistä, ettei asiaa tulisi jättää epäselväksi. Suomen yllämainitussa Coreper-käsittelyssä esittämät huolet osakeomistuksen läpinäkyvyydestä voidaan ratkaista ottamalla käyttöön VM:n työryhmän aiemmin esittämä julkinen omistajarekisteri edellä esitetyin parannuksin.

FINANSSIALAN KESKUSLIITTO

Lea Mäntyniemi

²¹ Ks. 2487th meeting of the PERMANENT REPRESENTATIVES COMMITTEE held in Brussels on 26, 27 and 28 February 2014. (ks. [7030/14](#)) Suomen lausuma ja neuvoston oikeuspalvelun lausunto s. 12–13. Suomennos FK:n.