Seppo Villa
OTT, kauppaoikeuden professori
Helsingin yliopisto

Eduskunnan talousvaliokunnalle

Eduskunnan talousvaliokunta on pyytänyt minulta lausuntoa asiassa U 47/2022 vp Valtioneuvoston kirjelmä eduskunnalle: Valtioneuvoston kirjelmä eduskunnalle komission ehdotuksesta arvopaperikeskusasetuksen uudelleentarkastelulle (arvopaperikeskusasetuksen uudistus).

Lausun kunnioittavasti seuraavaa.

1. Mistä asiassa on kysymys?

Arvopaperikeskuksilla on keskeinen rooli ensimarkkinoilla, sillä niihin keskittyy liikkeeseen laskettujen uusien arvopapereiden alkuperäinen kirjaaminen. Ne ylläpitävät myös avopaperitilejä, joista käy ilmi, kuinka monta arvopaperia liikkeeseenlaskija on laskenut liikkeeseen ja mitä muutoksia niiden omistuksessa on tapahtunut. Lisäksi jotkin arvopaperikeskukset tarjoavat oheispalveluja, kuten pankkipalveluja. Arvopaperikeskuksilla on keskeinen rooli talouden rahoituksessa, koska ne osallistuvat arvopapereiden liikkeeseenlaskuun ja mahdollistavat arvopaperitapahtumien loppuunsaattamisen.

Arvopaperikeskusasetus[1] (Asetus) tuli voimaan syksyllä 2014 (17.9.2014). Asetus koskee arvopaperikauppojen selvitystoimintaa ja arvopaperikeskustoiminnan sääntelyä. Asetus yhtenäisti arvopaperikauppojen selvitystoiminnan ja arvopaperikeskustoiminnan sääntelyä. Asetuksen nojalla arvopaperikeskukset voivat myös tarjota palveluja rajan yli niin sanotulla EU-passilla. Yksi keskeisimmistä asetuksen tuomista muutoksista oli se, että arvopaperin liikkeeseenlaskijalla on oikeus valita käyttämänsä arvopaperikeskus Euroopan unionin alueella hyväksytyistä arvopaperikeskuksista. Suomalaisen yhtiön osakkeet voidaan siten liittää myös ulkomaiseen arvo-osuusjärjestelmään. Lisäksi arvopapereita voidaan siirtää arvopaperikeskusten välisten linkkien avulla arvopaperikeskuksesta toiseen.[2]

[1] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 909/2014, annettu 23 päivänä heinäkuuta 2014, arvopaperitoimituksen parantamisesta Euroopan unionissa sekä arvopaperikeskuksista ja direktiivien 98/26/EY ja 2014/65/EU sekä asetuksen (EU) N:o 236/2012 muuttamisesta (ETA:n kannalta merkityksellinen teksti).

[2] Asetuksen mukaan arvopaperikeskuksen osapuolten on tarjottava sijoittajille sekä yhteisasiakaseroteltua säilytystiliä että yksilöllisesti asiakaseroteltua säilytystiliä. Yhteisasiakaserottelu tarkoittaa sitä, että arvopaperikeskuksen osapuoli voi pitää yhdellä arvo-osuustilillä eri asiakkailleen kuuluvia arvopapereita. Yksilöllinen asiakaserottelu puolestaan tarkoittaa sitä, että arvopaperikeskuksen osapuolen on eroteltava kunkin asiakkaansa arvopaperit. Yksilöllisesti asiakaseroteltu arvo-osuustili voi olla joko asiakkaan nimissä oleva suora arvo-osuustili tai osapuolen nimissä oleva, mutta vain yhden asiakkaan lukuun hallittava arvo-osuustili. Niin sanottujen suorien asiakkaiden nimiin arvopaperikeskuksessa pidettävien arvo-osuustilien tarjoamisesta asetuksessa ei nimenomaisesti säädetä eikä asetus muutoinkaan sisällä säännöksiä arvo-osuustilimalleista ja niihin liittyvistä hallintaketjuista. Asetuksessa säädetään muun muassa poikkeussään-

Asetuksen tavoitteena on parantaa rajat ylittävien tapahtumien turvallisuutta ja tehokkuutta sekä varmistaa arvopaperikeskustoiminnalle tasapuoliset toimintaedellytykset yhteismarkkinoilla sekä asettaa arvopaperikeskuksille yhteiset vaatimukset kaikkialla EU:ssa. Muita tavoitteita ovat muun muassa rajat ylittävän toiminnan yksinkertaistaminen, selvitystoimintaa koskevien sääntelyerojen poistaminen, määritelmien yhtenäistäminen arvopaperikeskusten palveluille, selvityspalveluiden pirstoutuneisuuden vähentäminen sekä kansallisten arvopaperikeskusten kilpailun lisääminen heikentämällä markkinoiden riippuvuutta yksittäisestä arvopaperikeskuksesta.[3]

Asetukseen esitetyillä muutoksilla[4] on tarkoitus tehostaan EU:n arvopaperitoimitusmarkkinoita sekä vahvistaa rahoitusvakautta. Ehdotus kytkeytyy pääomamarkkinaunionia koskevaan toimintasuunnitelmaan. Ehdotuksella parannetaan myös sääntöjen oikeasuhteisuutta ja toimivuutta, mikä vähentää arvopaperikeskuksille säännösten noudattamisesta aiheutuvia kustannuksia ja sääntelytaakkaa.

2 Arviointia

Arvopapereiden toimituksella tarkoitetaan arvopapereiden toimittamista ostajalle ja käteisen toimittamista myyjälle. Toimitus puolin ja toisin voi kestää kaksi pankkipäivää. Vaikka kahden päivän toimitusaika kuulostaa lyhyeltä, niin markkinan laajuudesta ja toimitusketjujen monimutkaisuudesta johtuen kahden päivän toimitusaikaan voi liittyä sekä luottoriskejä että oikeudellisia riskejä. EU:n rahoitusjärjestelmän toimivuuden ja luotettavuuden kannalta on tärkeää taklata arvopapereiden ja käteisen toimitukseen liittyviä riskejä mahdollisemman tehokkaasti.

Arvioni mukaan ehdotuksessa toimituskuria, valvontaviranomaisten välisten yhteistyön parantamista, arvopaperikeskusten uudelleen tarkastelua ja arviointia, elvytystä ja suunnitelmallista alasajoa, palvelun tarjontaa rajan yli koskevat muutokset parantavat sekä vahvistavat Asetuksen tavoitteita ja lisäävät arvopaperitoimitusmarkkinoiden luotettavuutta sekä arvopaperikeskusten välistä kilpailua ja toimitusmarkkinoiden tehokkuutta. Valvontakollegioiden (viranomaisyhteistyö) perustaminen ei kohtuuttomasti myöskään lisää kustannuksia sekä valvontaviranomaisten hallinnollista työtä arvioituna suhteessa niistä saataviin valvontahyötyihin ja -informaatioon.

---

nöstä, jonka mukaan yksilöllistä asiakaserottelua voidaan tietyin edellytyksin vaatia jäsenvaltiossa pakollisena. Poikkeussääntöä käytetään Suomessa. Siten suomalaisen yhtiön Suomessa toimivassa arvopaperikeskuksessa liikkeeseen laskemat osakkeet kirjataan suoralle arvo-osuustilille, jos osakkeet ovat suomalaisen luonnollisen henkilön tai suomalaisen yhteisön taikka säätiön omistamia.

[3] Arvopaperikeskusasetus ei sääntele arvo-osuustilimalleja ja niihin liittyviä hallintaketjuja eikä yhtiö- tai esineoikeutta eikä myöskään sisällä säännöksiä verotuksesta tai sen toteuttamisesta.

[4] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus asetuksen (EU) N:o 909/2014 muuttamisesta toimituskurin, rajat ylittävän palvelujen tarjoamisen, valvontayhteistyön, pankkipalvelujen tyyppisten oheispalvelujen tarjoamisen sekä kolmansien maiden arvopaperikeskuksia koskevien vaatimusten osalta (ETA:n kannalta merkityksellinen teksti), COM(2022) 120 final (16.3.2022).

Pidän ehdotusta toissijaisuusperiaatteen[5] ja suhteellisuusperiaatteen[6] mukaisina. Pidän selvänä, että ehdotus noudattaa toissijaisuusperiaatetta, koska jäsenvaltiot ja valvojat eivät voi itse ratkaista arvopaperikeskusasetuksen epäselviä ja raskaita vaatimuksia tai riskiä jäsenvaltioiden erilaisista valvontakäytännöistä sekä hallinnoimaan kolmansien maiden arvopaperikeskuksia koskevaan informaatioon liittyvää riskiä. Nämä on mahdollista toteuttaa vain EU-tason sääntelyllä (asetuksella). Pidän myös selvänä, että ehdotukset ovat suhteellisuusperiaatteen vaatimusten mukaisia. Ehdotus käsitykseni mukaan yksinkertaistaa ja keventää sääntelyä vaarantamatta sijoittajan suojaa, arvopaperitoimitusmarkkinoiden toimintaa ja rahoitusmarkkinoiden vakautta. Valvonnan yhdenmukaisuus parantaa toimijoiden oikeusvarmuutta.

Suomen kanta

Valtioneuvosto kannattaa yleisellä tasolla asetusehdotusta ja sen tavoitteita. Suomen kannan mukaan muun muassa ehdotettua notifikaatiomenettelyyn siirtymisestä rajan yli tarjottavissa palveluissa pidetään hyväksyttävänä, mutta katsotaan, että vastaanottavan jäsenvaltion toimivaltaisilla viranomaisilla tulisi säilyä riittävä vaikutusmahdollisuus arvopaperikeskuksen aloitettua palveluidentarjonnan Suomeen. Lisäksi Suomen kannan mukaan olisi syytä varmistua siitä, ettei asetuksen muutoksilla ole tarkoitus vaikuttaa lainvalintasääntöjen soveltamiseen arvopaperien rajat ylittävässä liikkeeseenlaskussa.

Asetuksen muutosehdotukset sellaisenaan sekä Suomen kanta niihin ovat kannatettavia, koska ne osaltaan isossa kuvassa vahvistavat EU:n arvopaperitoimitusmarkkinoita sekä laajemmin arvioituna vahvistavat rahoitusvakautta EU:ssa. Ehdotukset vievät osaltaan eteenpäin myös pääomamarkkinaunionia koskevaa toimintasuunnitelmaa, jota pidän suotuisana kehityksenä myös Suomen kannalta.

Helsingissä, 6. päivänä syyskuuta 2022

Seppo Villa
Kauppaoikeuden professori
Helsingin yliopisto

[5] SEU 5 artiklan 3 kohdan toissijaisuusperiaatteen mukaan toimia on toteutettava EU:n tasolla vain, jos jäsenvaltiot eivät voi yksin saavuttaa suunniteltuja tavoitteita riittävällä tavalla, vaan ne voidaan ehdotetun toiminnan laajuuden ja vaikutusten vuoksi saavuttaa paremmin EU:n tasolla.
[6] SEU 5 artiklan 4 kohdan suhteellisuusperiaatteen mukaisesti unionin toiminnan sisältö ja muoto eivät saa ylittää sitä, mikä on tarpeen perussopimusten tavoitteiden saavuttamiseksi.