HELSINGIN YLIOPISTO
OIKEUSTIETEELLINEN TIEDEKUNTA

Apulaisprofessori Heikki Marjosola

Helsinki 7.9.2022

U 47/2022 vp Valtioneuvoston kirjelmä eduskunnalle komission ehdotuksesta arvopaperikeskusasetuksen uudelleentarkastelulle (*arvopaperikeskusasetuksen uudistus*)

Eduskunnan talousvaliokunnalle

Eduskunnan talousvaliokunta on pyytänyt minulta lausuntoa koskien Valtioneuvoston kirjelmää eduskunnalle Euroopan komission ehdotuksesta arvopaperikeskusasetuksen uudelleentarkastelulle. Totean lausuntonani kunnioittavasti seuraavaa.

Nykytila ja keskeiset ehdotukset

Arvopaperikeskukset ovat kriittinen osa arvopaperimarkkinoiden niin kutsuttua post trade -infrastruktuuria. Arvopaperikeskukset yhdessä keskusvastapuolien kanssa turvaavat arvopaperien liikkeeseenlaskujen eheyden sekä arvopaperitoimitusten sujuvuuden ja luotettavuuden.

Euroopan parlamentin ja Neuvoston asetus (EU) 909/2014 (”Arvopaperikeskusasetus”) harmonisoi arvopaperikeskusten toimintoja koskevia kansallisia sääntöjä sekä pyrki lisäämään kilpailua arvopaperikeskusten välillä Unionin sisämarkkinoilla.[1] Keskeisessä osassa kilpailun avaamisessa olivat asetuksen 23 artiklan mukainen vapaus tarjota arvopaperikeskuspalveluja toisessa jäsenvaltiossa sekä 49 artiklan mukainen vapaus arvopapereiden liikkeeseenlaskuun missä tahansa toimiluvan saaneessa arvopaperikeskuksessa. Lisäksi harmonisoidulla sääntelykehikolla ja erityisesti toimituskuria koskevalla sääntelyllä tavoiteltiin turvallisempia ja tehokkaampia arvopaperitoimituksia. Nyt käsillä olevalla komission ehdotuksella arvopaperikeskusasetuksen muuttamisesta (”muutosehdotus”) pyrittäisiin muun muassa parantamaan asetuksen vaikuttavuutta rajat ylittävän palveluntarjonnan

[1] Asetus No. 909/2014 (asetus), johdantolause 4.

osalta sekä keventämään ja täsmentämään toimituskuria koskevia sääntöjä. Tässä lausunnossa keskityn kommentoimaan näitä edotettuja muutoksia.

Rajat ylittävän palveluntarjonnan edistäminen

Vuonna 2014 voimaan tullut arvopaperikeskusasetus ei ole onnistunut tavoitteessaan avata arvopaperikeskuspalveluiden markkinoita Euroopassa. EU:n laajuisesta toimiluvasta sekä harmonisoidusta sääntelykentästä huolimatta markkinaintegraatio on edennyt vaivoin, eikä kansallisten arvopaperikeskusten lukumäärä tai merkitys ole juurikaan vähentynyt. Arvopaperikeskusten rajat ylittävä palveluntarjonta on kasvanut, mutta hitaasti.[2]

Tämän vuoksi ei ole yllättävää, että muutosehdotuksessa pyritään edistämään rajat ylittävää palveluntarjontaa. Radikaalein muutos Suomen kannalta on, että ehdotuksessa poistettaisiin vastaanottavan jäsenvaltion toimivaltaisen viranomaisen (Suomessa Valtiovarainministeriön) mahdollisuus nk. passimenettelyssä evätä toimilupaa koskeva pyyntö. Toimilupaa hakevan arvopaperikeskuksen olisi jatkossa esitettävä *arvio niistä toimenpiteistä, joita se aikoo toteuttaa, jotta sen palvelujen käyttäjät voivat noudattaa kansallista yhtiöoikeutta tai muuta vastaavaa lainsäädäntöä*. Kansallinen viranomainen ei kuitenkaan enää voisi evätä toimilupaa sillä perusteella, että katsoo esitetyn arvioinnin ja toimenpiteet riittämättömäksi. Ehdotuksella myös nopeutettaisiin ja joustavoitettaisiin hyväksymismenettelyä esimerkiksi lyhentämällä menettelyyn liittyviä ilmoitusaikoja. Lisäksi parannettaisiin puitteita viranomaisyhteistyölle tilanteessa, jossa arvopaperikeskus tarjoaa palveluitaan rajan yli (notifikaatiokollegio) sekä tilanteessa jossa samaan ryhmään kuuluvat arvopaperikeskukset tarjoavat palveluitaan usean jäsenvaltion alueella (ryhmäkollegiot).

Ehdotetut muutokset eivätkä kuitenkaan vähennä rajat ylittävään palveluntarjontaan liittyvää oikeudellista epävarmuutta. Olen aiemmin arvioinut, että oikeudellisen epävarmuuden vuoksi arvopaperikeskusasetuksen vaikutukset suomalaisten henkilöiden osakeomistustietojen liikkuvuuteen rajojen ulkopuolelle jäänevät ainakin toistaiseksi vähäisiksi.[3] Suomessa on käytössä arvopaperikeskusasetuksen 38 artiklan 5 kohdan toisen alakohdan sisältämän poikkeussääntö, millä mahdollistettiin kotimaisen hallintarekisteröintikiellon pitäminen voimassa. Asetuksen poikkeussääntö kuuluu seuraavasti:

> Arvopaperikeskuksen ja sen osallistujien on kuitenkin tarjottava yksilöllistä asiakaserottelua sellaisen jäsenvaltion kansalaisille ja asukkaille ja siihen sijoittautuneille oikeushenkilöille, jossa tätä edellytetään *sen jäsenvaltion kansallisen lainsäädännön mukaisesti, jonka nojalla arvopaperit on luotu*, sellaisena kuin se on voimassa 17 päivänä syyskuuta 2014. Tätä velvoitetta sovelletaan niin pitkään kuin kansallista lainsäädäntöä ei ole muutettu tai kumottu ja sen tavoitteet ovat edelleen voimassa.

Poikkeussääntö on tulkinnallisesti epäselvä.[4] Selvää on, että se ei velvoita tarjoamaan suoraan hallittuja (omistajarekisteröityjä) tilejä niissä jäsenvaltioissa, joissa suoran omistuksen järjestelmä ei

---

[2] Ks. European CSD Industry Factbook 2018 – 2019 update https://ecsda.eu/wp-content/uploads/2021/01/2019_European_CSD_Industry_Factbook.pdf

[3] H. Marjosola, Pörssiyhtiöiden omistuksen julkisuus Suomessa: EU-oikeudellinen selvitys. Valtiovarainministeriön julkaisu 30/2018. Ladattavissa: https://julkaisut.valtioneuvosto.fi/handle/10024/161094

[4] Ks. esim. HE 28/2016vp, s. 23.

ole käytössä.[5] Toisaalta kansallisen yhtiöoikeuden vaatimukset eivät saa rajoittaa liikkeeseenlaskijoiden valinnanvapautta eikä Suomi voi siten rajoittaa kotimaisten liikkeeseenlaskijoiden vapautta valita toisen jäsenvaltion arvopaperikeskusta poikkeussäännön perusteella.[6]

Muutosehdotus ei sisällä ratkaisua tähän pattiasetelmaan. Ulkomaisen palveluntarjoajan olisi jatkossakin vaikea hahmottaa, mitä yhtiöoikeudellisia vaatimuksia (esim. osakasluettelon pitämiseen ja omistuksen julkisuuteen liittyen) sen tulisi noudattaa ja miten tarjotessaan arvopaperikeskuksen ydinpalveluita Suomessa. Ei ole selvää, mitä olisivat ne ”järjestelyt”, joilla varmistetaan, että ”kansallisen yhtiöoikeuden ja muun vastaavan lainsäädännön vaatimukset täyttyvät, jos käytetään vapautta valita arvopaperikeskus.”[7] Oikeudellinen epävarmuus vaikuttanee myös suomalaisten yhtiöiden halukkuuteen käyttää ulkomaisia palveluntarjoajia.

Arvopaperikeskusasetuksessa ei myöskään jatkossa puututtaisi jäsenvaltioiden kansalliseen yhtiöoikeuteen. Asetuksen 49 artiklan 1 kohdan mukaan jäsenvaltion yhtiöoikeutta tai muuta vastaavaa lainsäädäntöä, jonka nojalla arvopaperit on luotu, sovelletaan edelleen, vaikka liikkeeseenlaskija käyttäisi mahdollisuutta kirjata arvopaperit ulkomaisessa arvopaperikeskuksessa. Muutosehdotuksessa tätä säännöstä muutettaisiin niin, että huomioon olisi otettavan myös *liikkeeseenlaskijan* kotivaltion lainsäädäntö. Muutoksen tarkoitus lienee selventävä eikä sillä olisi vaikutusta esimerkiksi yhtiöoikeudellisiin lainvalintasäännöksiin.

Muutosehdotuksella ei vaikuttaisi olevan merkittäviä vaikutuksia Suomen suoran omistuksen järjestelmään ja hallintarekisteröintikiellon tehokkuuteen. Poikkeussäännös rajoittanee jatkossakin ainakin tosiasiallisesti arvopaperikeskusasetuksessa myönnettyjen vapauksien käyttöä. Toisaalta jos jokin arvopaperikeskus päättäisi poikkeussäännöksen käyttöönotosta huolimatta tarjoa palvelujaan rajan yli Suomeen, ei Suomi voisi tätä enää hyväksymismenettelyssä kieltää. Vaikuttaminen tapahtuisi jälkikäteen notifikaatiokollegiossa.

Yleisesti ottaen passimenettelyn keventäminen ja viranomaisyhteistyön lisääminen edistävät arvopaperikeskusasetuksen alkuperäisiä tavoitteita sekä eurooppalaisen pääomamarkkinan yhdentymistä. Ehdotukset ovat tältä osin mielestäni kannatettavia. Sääntelyn joustavoittaminen ja keventäminen, milloin mahdollista, on niin ikään kannatettavaa.

Toimituskuri

Arvopaperikeskusasetuksen toimituskuria koskevilla säännöillä ehkäistään ja korjataan arvopaperikauppojen toimituspuutteita ja edistetään arvopaperikauppojen toimituksen turvallisuutta. Toimituspuutteella tarkoitetaan tilannetta, jossa joko arvopaperien toimitusta tai rahasuorituksen toimitusta (”toimitus maksua vastaan”) ei syystä tai toisesta tehdä määrätyssä ajassa. Asetuksessa toimituspuutteita ehkäistään kolmenlaisilla säännöillä: 1) toimituspuutteita koskevilla raportointivaatimuksilla 2) rahaluonteisilla seuraamuksilla sekä 3) pakollisilla korvausostoilla. Näistä jälkimmäisen eli korvausostosäännöstön voimaantuloa on jouduttu lykkäämään sääntelyn epätäsmällisyyden sekä sen arvaamattomien markkinavaikutusten vuoksi. Korvausostosääntelyn hallitun käyttöönoton mahdollistaminen onkin muutosehdotuksessa keskeisessä asemassa.

Muutosehdotuksessa olennaista on, että korvausostomenettelyn käyttöönotto ja tietynasteinen hienosäätäminen siirretään arvopaperikeskusasetuksesta täytäntöönpanotasolle (eli nk. Lamfa-

[5] Ibid, s. 16.
[6] Asetuksen 49 artiklan toinen alakohta.
[7] Asetuksen 56 johdantolause.

lussy-prosessin II-tasolle). Jatkossa korvausostomenettelyn käyttöönotto tapahtuisi komission toimeenpanoasetuksella, milloin komissio katsoisi sen olevan tarpeen unionin rahoitusvakauteen tai rahoitusmarkkinoiden moitteettomaan toimintaan kohdistuvan vakavan uhan välttämiseksi tai torjumiseksi.[8] Komissio voisi toimeenpanoasetuksella myös keskeyttää väliaikaisesti korvausostomenettelyn, mikäli Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen tekisi tästä aloitteen.[9]

Toimituskurisääntely on olennainen osa arvopaperien liikkeeseenlaskun eheyden varmistamista ja turvallista kaupankäyntiä. Sääntelylle on myös korostettua tarvetta, koska toimituspuutteet ovat olleet systemaattisesti korkeampia EU:ssa kuin muilla rahoitusmarkkinoilla. Korvausostomenettely on kuitenkin työkaluna suhteellisen järeä, minkä vuoksi menettelystä on syytä tehdä toissijainen suhteessa rahamääräisiin sanktioihin. Komission ehdotuksessa viitataan näyttöön, jonka mukaa rahaluonteisilla seuraamuksilla voidaan parantaa toimitusten tehokkuutta vaarantamatta markkinoiden ja rahoitusvälineiden vakautta ja likviditeettiä.[10]

Toimituskurisääntelyn ehdotettu kaksivaiheinen lähestymistapa (1. sanktiot 2. korvausostomenettely) on mielestäni perusteltu. Sääntelyn tehokkuuden ja uskottavuuden kannalta on tärkeää, että mahdollisuus korvausostomenettelyn käyttöönottoon säilytetään. Rahaluonteisten seuraamusten ensisijaisuuden vuoksi on myös tarkoituksenmukaista, että komissio voisi jatkossa delegoidulla säädöksellä muuttaa rahaluonteisen seuraamuksen määrää.[11] Korvausostosääntelyä koskevat tarkennukset ostovelvollisuuden täsmällisemmästä kohdentamisesta (ns. ”pass on” -mekanismi) ovat myös perusteltuja päällekkäisten kustannusten välttämiseksi.[12]

Kunnioittavasti,



Heikki Marjosola

[8] Ehdotuksen artikla 1(2) b.
[9] Ehdotuksen artikla 1 (2) h.
[10] Ehdotus, s. 9.
[11] Ehdotuksen artikla 1(2) i.
[12] Ehdotetut 7 artiklan muutokset.