

Valtiovarainministeriö  
valtiovarainministerio@vm.fi  
marianna.uotinen-tarkoma@vm.fi

## ARVIOMUISTIO ARVOPAPERIMARKKINALAIN UUDISTAMISESTA

Valtiovarainministeriö on pyytänyt 9.7.2008 Keskuskauppa-kamarin yritys-kauppala-autakun-  
nan lausuntoa arvopaperimarkkinalain uudistamista koskevasta arviomuistiosta  
(VM130:00/2007). Keskuskauppa-kamarin yritys-kauppala-autakunta (jäljempänä "yritys-  
kauppala-autakunta") lausuu asiasta seuraavan.

### 1. Yleistä

Arvopaperimarkkinalaki (495/1989, jäljempänä "AML") tuli voimaan 1.8.1989. Tämän jäl-  
keen lakiin on tehty useita osittaisuudistuksia. Muutosten yhteydessä lain rakenne ja joh-  
donmukaisuus ovat jossain määrin kärsineet. Lain voimaantulon jälkeen arvopaperimarkki-  
nat ovat myös kehittyneet ja kansainvälistyneet huomattavasti. Lainsäädäntöä ja markki-  
noita koskevien muutosten lisäksi itsesääntelyn asema on muuttunut, ja arvopaperimarkki-  
noiden toimintaa ohjaamaan on perustettu uusia elimiä, mikä on vaikuttanut markkinoiden  
ohjaus- ja valvontarakenteeseen. Myös markkinapaikkojen osalta on tapahtunut olennaisia  
muutoksia. Muutosten vuoksi arvopaperimarkkinoiden sääntelyn ja ohjauksen kokonais-  
valtainen tarkastelu ja uudistaminen on tarpeellista.

Tässä lausunnossa yritys-kauppala-autakunta vastaa arviomuistiossa esitettyihin kysymyksiin.  
Arviomuistio on paikoin yleisluontoinen, joten ehdottomien kantojen esittäminen on valmis-  
telun tässä vaiheessa vaikeaa. Alla yritys-kauppala-autakunta esittää kysymyksiin vastaami-  
sen lisäksi AML:n uudistamista ja arviomuistiota koskevia muita huomioita asioista, joita se  
pitää uudistuksen kannalta merkittävänä.

Lausunnon otsikot viittaavat arviomuistiossa oleviin vastaaviin otsikoihin ja niiden nume-  
rointiin. Tekstissä esiintyvät sivunumerot viittaavat arviomuistion sivunumeroihin, ellei toisin  
ole mainittu.

### 2. Johdanto (1) ja arvopaperimarkkinoiden kehitysnäkymät (2)

Tehokkailla ja luotettavilla arvopaperimarkkinoilla on erittäin tärkeä merkitys Suomen kan-  
santaloudelle. Samalla suomalaisten arvopaperimarkkinoiden riippuvuus kansainvälisistä  
markkinoista on syvää ja kiistatonta.

Uudistuksessa on tärkeää turvata suomalaisten arvopaperimarkkinoiden kilpailukyky ja se, että arvopaperimarkkinoiden toiminnassa kansallisella päätöksenteolla on edelleen merkittävä asema. Vaikka uudistuksessa asiaa tarkasteltaisiin näistä kansallisista lähtökohdista, voimakas kansainvälinen riippuvuus erityisesti suomalaisten arvopaperimarkkinoiden likviditeetin ja yritysten rahoituksen saatavuuden turvaamisessa johtavat siihen, että suomalaista arvopaperimarkkinoiden sääntelyä ja markkinoilla noudatettavia menettelytapoja on yhdenmukaistettava merkittäväillä ulkomaisilla markkinoilla hyväksi havaittujen käytäntöjen kanssa. Sääntelystä tulee karsia kansallisia erityispiirteitä, jos niiden ei voida kiistatta osoittaa parantavan Suomen arvopaperimarkkinoiden kilpailukykyä. Uudistuksen jälkeen itsesääntelyllä tulee olla selkeä ja keskeinen asema arvopaperimarkkinoiden sääntelyssä.

Arvopaperimarkkinoiden ohjaus ja valvonta sekä säännösten tulkinta ja soveltaminen on syytä säilyttää kansallisessa toimivallassa. Luonnollisesti säännösten tulkinnan tulee olla puolueetonta ja yhdenvertaista osapuolten kansalaisuudesta tai sijaintipaikasta riippumatta. Kuitenkin esimerkiksi markkinoiden rakenne ja listayhtiöiden omistusrakenne voivat erota toisistaan eri maissa, mikä heijastuu sääntelyn sisällön ohella sen tulkintaan. AML:n säännösten tulkinnassa on lisäksi otettava huomioon muu sääntely, kuten yhtiö- ja siviilioikeus sekä itsesääntely. AML:n tulkintaan vaikuttavasta sääntelystä merkittävä osa on edelleen kansallista, mikä puoltaa ohjauksen ja valvonnan sekä tulkinnan ja soveltamisen säilyttämistä kansallisessa toimivallassa normien yhdenmukaistamisesta huolimatta.

Suomessa arvopaperikauppa on ollut pörssikeskeistä. Tulevaisuudessa arvopaperikauppa kuitenkin jakaantuu arvopaperipörssin ja vaihtoehtoisten markkinapaikkojen kesken. Vaihtoehtoisia markkinapaikkoja on jo perustettu Eurooppaan ja niitä ollaan perustamassa myös Suomeen. Myös vaihtoehtoisilla markkinapaikoilla käytävässä monenkeskisessä kaupankäynnissä on tärkeää turvata julkisen kaupankäynnin tapaan osakkeenomistajien yhdenvertaisuus ja tasapuolinen kohtelu. Sen sijaan, että arvopaperipörssissä käytävää julkista kaupankäyntiä koskeva paikoin raskas sääntely ulotettaisiin monenkeskiseen kaupankäyntiin, voitaisiin vaihtoehtoisten markkinapaikkojen sääntelyssä antaa julkista kaupankäyntiä enemmän tilaa markkinaosapuolten itsesääntelylle.

Markkinapaikkoja koskevat muutokset heijastuvat myös arvopaperipörssin rooliin arvopaperimarkkinoilla. Suomessa arvopaperipörssillä on perinteisesti ollut merkittävä rooli arvopaperimarkkinoiden sääntelijänä. Kansallinen arvopaperipörssi on huolehtinut sääntelystä tehokkaasti ja myös osaltaan valvonut sen noudattamista. Kun kaupankäyntipaikat monipuolistuvat, normien tulkintavaltaa joudutaan keskittämään, jotta turvataan tulkinnan ja soveltamisen laatu sekä yhdenvertainen kohtelu. Tästä huolimatta arvopaperipörssin aiemmin harjoittaman itsesääntelyn tulee jatkua edelleen itsesääntelynä eikä sitä tule siirtää viranomaissääntelyn piiriin.

### 3. Uudistuksen tavoitteet ja reunaehdot (3)

#### **Kysymys 1: a) Mitä mieltä olette edellä esitetystä AML:n kokonaisuudistuksen keskeisistä tavoitteista ja reunaehdoista?**

*Hankkeessa pyritään lain tavoitteiden ja yleisperiaatteiden selkeyttämiseen sekä arvioidaan arvopaperimarkkinalainsäädännön rakennetta ja sisältöä. Uudistuksen yhteydessä arvioidaan lisäksi sääntelyhierarkiaa, itsesääntelyn roolia, lain rakennetta sekä kirjoittamistapaa. (S. 3.)*

Yllä esitetty muodostaa hyvän lähtökohdan jatkovalmistelulle. Lisäksi uudistuksen keskiöön tulisi nostaa arvopaperimarkkinoiden ohjaus- ja valvontarakenteen tarkastelu.

*Suomen arvopaperimarkkinoilla on kuitenkin edelleen tarpeita, joihin kansallisen sääntelyn on pystyttävä vastaamaan. AML:n uudistamisen lähtökohdana tulee olla ensisijassa Suomessa toimivien ja asuvien edut. - - Suomessa on harkittava EU-oikeuden mahdollista-*

*missa puitteissa, missä määrin suomalaisten toimijoiden pitkän aikavälin kilpailukykyä on mahdollista edistää kansallisin erityissäännöksin. (S. 4.)*

Maailmanlaajuisilla arvopaperimarkkinoilla Suomen kaltaisten verraten pienten arvopaperimarkkinoiden kansalliset erityispiirteet ovat lähtökohtaisesti ongelmallisia eivätkä yleensä edistä kilpailukykyä.

Katso myös lausunnon kohta 2.

*Uudistuksen yhteydessä arvioidaan, voidaanko itsesääntelyä lisäämällä edistää markkinoiden toimivuutta (s. 5).*

Itsesääntelyllä on historiallisesti ollut huomattava asema Suomen arvopaperimarkkinoiden sääntelyssä. Itsesääntelyn käyttöala kuitenkin kaventui huomattavasti AML:n säätämisen myötä. Viimeaikoina mahdollisuudet itsesääntelyn käyttöön ovat edelleen vähentyneet merkittävästi lisääntyneen viranomaissääntelyn johdosta.

Itsesääntely on tyypillisesti lainsäädännön ja muun viranomaissääntelyn ylittävää taikka sitä täydentävää tai tarkentavaa vapaaehtoista ja markkinaosapuolten keskinäisesti hyväksymää normistoa. Itsesääntely on viranomaissääntelyä joustavampaa, joten se soveltuu hyvin kooltaan ja tarpeiltaan erilaisten toimijoiden sääntelyyn. Suomen arvopaperimarkkinoilla itsesääntelyllä voisi olla huomattavasti nykyistä merkittävämpi asema.

Itsesääntely ei voi olla ristiriidassa lainsäädännön tai muun viranomaissääntelyn kanssa. Siten viranomaissääntelyn ulottaminen yhä uusille alueille tarkoittaa väistämättä itsesääntelyn alan kaventumista.

Jos markkinoilla havaitaan sääntelytarpeita, itsesääntelyn tulisi olla ensisijainen sääntelyvaihtoehto. Itsesääntelyn ensisijaisuus tarkoittaa, että sääntelytoimia harkittaessa olisi ensin arvioitava, onko asiaa mahdollista hoitaa itsesääntelyn keinoin. Viranomaissääntelyä tulisi käyttää vain niissä tilanteissa, kun on ensin todettu, että asiassa ei ole mahdollisuutta edetä vapaaehtoisuuden eli itsesääntelyn kautta. Itsesääntelyn etuna on se, että markkinaosapuolet sitoutuvat siihen vapaaehtoisesti, mikä erottaa itsesääntelyn olennaisella tavalla viranomaissääntelystä.

AML:n säätämisestä alkaen viranomaissääntelyn määrä on kasvanut. Se on samalla vähentänyt itsesääntelyn mahdollisuuksia. Kokonaisuudistuksen yhteydessä voimassa oleva sääntely tulisi arvioida tästä näkökulmasta. Sääntelyä voitaisiin esimerkiksi purkaa joiltain osin ja jättää nämä alueet itsesääntelyn varaan.

Lainsäädäntöä ja muuta viranomaissääntelyä voidaan käyttää myös itsesääntelyn aseman turvaamiseksi ja vahvistamiseksi. Esimerkiksi laissa asetettujen itsesääntelyä toteuttavien yhteissääntelyelinten ja viranomaisten välinen toimivalta voidaan määrittää siten, että niissä ei ole päällekkäisyyksiä. Viranomaisen voi myös omassa toiminnassaan tukea itsesääntelyä ja pidättäytyä itsesääntelyn alaan kuuluvista toimenpiteistä.

*Tehokas itsesääntely edellyttää uskottavuutta sekä sopusointua viranomaissääntelyn reunaehtoisten kanssa, jolloin itsesääntelyn toimivuus edellyttää toimijoilta pitkäjänteistä sitoutumista (s. 5).*

Itsesääntely ei voi olla ristiriidassa viranomaissääntelyn kanssa. Kuitenkin joissain tilanteissa sen kautta voidaan tarkentaa tai täydentää viranomaissääntelyä esimerkiksi ottamalla itsesääntely huomioon viranomaissääntelyä tulkittaessa.

Kuten muistiossa todetaan, uskottava itsesääntely edellyttää pitkäjänteisyyttä. Itsesääntelyn uskottavuutta lisää se, että sen tulkinta ja soveltaminen annetaan markkinaosapuolista koostuvan riippumattoman elimen tehtäväksi. Elimellä tulee olla riittävä toimivalta ja resurssit tehtäviensä hoitamiseksi.

*AML:a arvioidaan kokonaisuudistuksen yhteydessä myös paremman sääntelyn näkökulmasta (s. 6).*

Koska arvopaperimarkkinoilla markkinoiden taloudellisesti tehokas toiminta on keskeisessä asemassa ja arvopaperimarkkinoiden sääntelyllä on usein huomattavaa vaikutusta toimijoiden taloudelliseen asemaan, sääntelyn vaikutusten arviointiin on kiinnitettävä erityistä huomiota. Sääntelyn vaikutukset on pyrittävä arvioimaan mahdollisimman aikaisessa vaiheessa, jotta ne voidaan ottaa huomioon sääntelyratkaisuja tehtäessä.

Itsesääntelyä on pyrittävä edistämään myös paremman sääntelyn näkökulmasta.

*AML:a arviotaessa valtiovarainministeriössä ei ole havaittu suuria sääntelyn sisältöön ja ulottuvuuteen liittyviä muutostarpeita (s. 6).*

AML:n ja muun arvopaperimarkkinoiden viranomaissääntelyn ulottuvuutta tulisi tarkastella ottamalla huomioon itsesääntelyn ensisijaisuus edellä tässä kohdassa 3 esitetyllä tavalla.

### **Kysymys 1: b) Minkälaisia seikkoja uudistuksessa olisi mielestänne erityisesti painotettava?**

Arvopaperimarkkinoita koskevat säädökset muodostavat laajan kokonaisuuden. Koska kokonaisuudistuksessa ei voida kohtuullisessa ajassa tarkastella riittävän yksityiskohtaisesti kaikkea arvopaperimarkkinoiden aineellista sääntelyä, hankkeessa voitaisiin painottaa arvopaperimarkkinoiden sääntelykokonaisuuden kannalta keskeisiä kysymyksiä.

Yrityskauppala-autakunnan näkemyksen mukaan uudistuksen painopisteenä tulisi olla

1. arvopaperimarkkinasääntelyn johdonmukaisuuden parantaminen,
2. arvopaperimarkkinoiden ohjaus- ja valvontarakenteen tarkastelu sekä
3. viranomaistoiminnan ja itsesääntelyn suhteen arviointi itsesääntelyä tukevaan suuntaan.

Edellä mainittuihin sisältyvät käsitteiden yhdenmukaistaminen, toimivaltakysymysten tarkastelu, AML:n ja sen lähilakien välisen suhteen arviointi, säännösten sijoittelun johdonmukaisuus sekä AML:n rakenteen uudistaminen. Lisäksi muistiossa ja tässä lausunnossa on esitetty joitain yksittäisiä parannusehdotuksia lain aineelliseen sääntelyyn.

### **Muita huomioita**

*Sijoittajansuojaa voidaan täydentää alan toimijoiden itsesääntelyllä. Esimerkiksi Pankkialan Asiakasneuvontatoimiston yhteydessä toimiva Arvopaperilautakunta neuvoo ja ohjaa ei-ammattimaisia sijoittajia arvopaperimarkkinoilla toimivan elinkeinonharjoittajan kanssa syntyneissä erimielisyyksissä sekä antaa ratkaisusuosituksia. (S. 5 - 6.)*

Arvopaperilautakunnan ohella yrityskauppala-autakunnan toiminta edistää sijoittajansuojan toteutumista. Yrityskauppala-autakunnan toimintaa ohjaavana keskeisenä periaatteena voidaan pitää osakkeenomistajien yhdenvertaisen kohtelun turvaamista. Jos lautakunnan tehtäviä päätetään tarkastella joiltain osin uudelleen, tätä näkökulmaa on mahdollista korostaa.

#### 4. Lain tavoitteet (4.1)

##### **Kysymys 2: a) Tulisiko mielestänne yleinen tavoitesäännös lisätä AML:iin?**

- - *tavoitteita ja keinoja ei ole tuolloisen käytännön mukaisesti kirjoitettu AML:iin. Eräissä uudemmissa laeissa lain tarkoituksesta ja tavoitteista sekä myös keinoista on säädetty laissa - -. (S. 7.)*

Muistiossa esitetään, että lain tarkoituksen, tavoitteiden tai keinojen kirjaaminen lakitekstiin on yleistynyt. Kuitenkin käytäntö on tältä osin vaihteleva. Lähijailta löytyy merkittäviä lakihankkeita, joissa lain tarkoitusta, tavoitteita tai keinoja ei ole päädytty kirjaamaan lakiin. Tällöin ne tyydytään yleensä kirjaamaan lain perusteluihin.

Hyvänä esimerkkinä on vuonna 2006 päätökseen saatu osakeyhtiölain (624/2006, jäljempänä "OYL") kokonaisuudistus. OYL:n kokonaisuudistuksen tavoitteena oli säätää "joustava ja kilpailukykyinen osakeyhtiölaki, joka antaa riittävän turvan vähemmistöosakkeenomistajille ja velkojille" (ks. HE 109/2005 s. 16). Tämä lain tavoite on kirjattu ainoastaan lain perusteluihin. Tarkoituksen, tavoitteiden tai keinojen sijaan uuteen OYL:iin kirjattiin ainoastaan osakeyhtiöoikeuden yleiset periaatteet (ks. OYL 1 luku).

Yrityskauppala-autakunta pitää OYL:n kokonaisuudistuksessa tehtyä valintaa hyvänä lähtökohtana myös AML:n kokonaisuudistuksessa. Lain tarkoituksen, tavoitteiden tai keinojen kirjaaminen lakiin olisi omiaan hankaloittamaan lain soveltamista. Niiden mahdollisesti tuoma hyöty voidaan saavuttaa paremmin esimerkiksi kirjaamalla lakiin tarvittaessa joitakin arvopaperimarkkinaoikeuden yleisiä periaatteita.

Lain tarkoituksen, tavoitteiden tai keinojen kirjaamisella lakiin voidaan pyrkiä luomaan johdonmukaisuutta sääntelyn tulkintaan ja soveltamiseen. Lisäksi sen tulisi ohjata tulevia osauudistuksia. Tavoitesäännöksen avulla laissa olevat yksittäiset ja suppeat säännökset voidaan pyrkiä kokoamaan yhtenäiseksi rakenteeksi. Kaikki edellä mainitut pyrkimykset ovat kannatettavia, mutta ne voidaan saavuttaa paremmin muilla sääntelykeinoilla.

Lain tarkoitus, tavoitteet ja keinot ovat luonteeltaan lähinnä lainsäätäjän poliittisia päämääriä, eivät normeja. Lainsäännökset ovat puolestaan oikeusnormeja. Oikeusnormin peruluonteena on kieltää, käskää tai sallia jokin asia. Tämä ominaisuus yleensä puuttuu tarkoitukselta, tavoitteelta tai keinolta. Lain tarkoituksen, tavoitteiden tai keinojen sisältämän säännöksen soveltamista voidaan pitää erityisen ongelmallisena suhteessa lain yleisiin periaatteisiin.

Periaateluonteinen säännös ei yleensä ole niin yksiselitteinen kuin oikeusnormilta on totuttu vaatimaan. Sama koskee vielä suuremmassa määrin tarkoitusta, tavoitetta ja keinoa. Tämän vuoksi tarkoituksen, tavoitteen, keinon, periaatteen tai yleissäännöksen erottaminen toisistaan ei ole aina helppoa tai edes yksiselitteistä. Siten laissa olisi hyvä pidättäytyä luomasta turhaan useita erilaisia normikategorioita.

Lainsäätäjän on huolehdittava siitä, että lakiin kirjatut säännökset täyttävät lainsäätäjän tavoitteet. Koska lain tarkoitus, tavoitteet ja keinot liittyvät erityisesti lainsäätäjään, ne tulisi kirjoittaa lain perusteluihin ja toteuttaa ensisijaisesti säännöksiä laadittaessa.

Käsitteen "lain tarkoitus" ongelmallisuus lainkäytön kannalta tulee ilmi jo lainsäädäntövaiheessa. Lain tarkoitus voi nimittäin olla ristiriitainen. Tavallisesti laissa olevat säännökset ilmentävät lainsäätäjän kohtuulliseksi katsomaa osapuolten oikeuksien ja velvollisuuksien tasapainoa. Säännöksen taustalla voi vaikuttaa esimerkiksi sekä sijoittajansuojan parantaminen että arvopaperimarkkinoiden tehokkuuden lisääminen. Ristiriitaiset tavoitteet on sovittava yhteen lakia kirjoitettaessa, ja yhteensovittamisen sanallisena lopputuloksena lakiin kirjattujen oikeusnormien tulisi olla yksilöityjä ja sisällöltään selkeitä. Lisäksi tarkoitus voi vaihdella saman lain eri säännösten kesken, koska yksittäisten säännösten tarkoitus voi

erota toisistaan. Yleisen eli koko lain tarkoituksen sisältävän säännöksen kirjaaminen lakiin voi olla harhaanjohtavaa erityisesti lainkäytön kannalta.

Lain tavoitteiden tai tarkoituksen kirjaaminen lakiin ei ole tarpeellista lainkäytön kannalta. Vakiintuneiden tulkintaoppien mukaan lain tai yksittäisen säännöksen tavoitteet tai tarkoitus voidaan ottaa huomioon säännöstä tulkittaessa, vaikka niitä ei olisi kirjattu lakiin. Jos lain tavoitteet ja tarkoitus sen sijaan kirjataan lakiin, se luo yllä kuvatulla tavalla lain sisälle erilaisia normikategorioita ja voi siten aiheuttaa sekaannusta.

*Lain tavoitteita voi olla luonnollisesti useita; lain perusteluissa selostettaisiin mahdollisen tavoitesäännöksen ohella muitakin kuin keskeisimpiä tavoitteita sekä perusteltaisiin tavoitteita ja niiden päämääriä (s. 9).*

Keskeisimpien ja muiden tavoitteiden erottaminen toisistaan voi olla vaikeaa. Jottei jokin tavoite saa suhteessa toiseen liian korostunutta asemaa, olisi parempi ratkaisu selostaa lain tarkoitusta ja tavoitteita ainoastaan lain perusteluissa.

*Tavoitteiden toteuttamisen keinoja selostettaisiin vain AML:n perusteluissa, vaikka eräissä laeissa keinoista on säädetty nimenomaisesti (s. 9).*

Keinojen osalta yllä ehdotettu ratkaisu vaikuttaa lähtökohtaisesti oikealta. Eräs tavoitteiden toteuttamisen keino on itsesääntely.

## **Kysymys 2: b) Pidättekö edellä esitettyä esimerkkiä hyvänä lähtökohtana tavoitesäännöksen jatkovalmistelussa?**

*Lain tarkoituksena on*

- 1) edistää tehokkaita arvopaperimarkkinoita,*
- 2) turvata hyvä sijoittajansuoja ja riittävä tiedonsaanti arvopaperimarkkinoilla, ja*
- 3) ylläpitää yleistä luottamusta arvopaperimarkkinoihin (s. 9).*

Kuten edellä on todettu, lain tarkoitus, tavoitteet ja keinot tulisi kirjata ainoastaan perusteluihin. Alla esitetään kuitenkin muutamia muistiossa esitettyä lain tarkoituksen sisältävää säännöstä (tavoitesäännös) koskevia huomioita, jotka ovat merkityksellisiä riippumatta siitä, kirjataanko tavoitesäännös aikanaan lakiin vai sen perusteluihin.

AML:n perimmäisenä tarkoituksena lienee luoda arvopaperimarkkinoilla sovellettava perusnormisto, määrittää markkinaosapuolten oikeudet ja velvollisuudet arvopaperimarkkinoilla toimittaessa sekä luoda toimivaltajako arvopaperimarkkinoita ohjaavien ja lain noudattamista valvovien tahojen välille. Tämä ei ilmene lainkaan ehdotetusta säännöksestä. Säännös sen sijaan ilmentää enemmän lain toivottuja vaikutuksia eli eräänlaisia tulkinnallisia tavoitteita. Koska muistiossa esitetyt periaatteet (s. 10 - 11) ilmentävät samoja pyrkimyksiä tavoitesäännöksen kanssa, tavoitesäännös ei vaikuta ylipäätään tarpeelliselta.

Esitetyn tavoitesäännöksen *1-kohdan* mukaan lain tarkoituksena on edistää tehokkaita arvopaperimarkkinoita. Ilmaisuu on ytimekäs, mutta asiallisesti olisi oikeampaa todeta lain edistävän tehokkaiden arvopaperimarkkinoiden kehittymistä.

Tavoitesäännöksen *2-kohdan* mukaan lain tarkoituksena on turvata hyvä sijoittajansuoja. Sijoittajansuoja on käsitteenä täsmennyksen tarpeellinen. Sijoittajansuoja on hyvä yleiskäsite lain perustelujen ajatellen, mutta sen kirjoittaminen velvoittavaan lainsäädäntöön olisi ongelmallista lain tulkinnan ja soveltamisen kannalta käsitteen sisällön monitahoisuuden ja epäselvyyden vuoksi. Sijoittajansuojan voidaan nähdä muodostuvan erilaisista selkeämmistä oikeuksista ja velvollisuuksista sekä riittävän tehokkaista oikeussuojakeinoista näiden oikeuksien ja velvollisuuksien toteuttamiseksi. Sijoittajansuoja toteutuu keskeisesti esimerkiksi tiedonantovelvollisuuden kautta.

Tavoitesäännöksen 2-kohdassa esitetään lisäksi lain tarkoituksiksi turvata riittävä tiedonsaanti. Säännöksestä puuttuu se, kenen riittävä tiedonsaanti on tarkoitus turvata. Kysymyksessä lienee sijoittajien riittävä tiedonsaanti. Riittävän tiedonsaannin ohella on erittäin tärkeää turvata tiedonsaannin tasapuolisuus eli se, että tieto on yhtäaikaaisesti ja samassa laajuudessa kaikkien sijoittajien käytettävissä, ellei ole perusteltua syytä toimia toisin.

Edellä esitettyjen huomioiden perusteella voisi harkita säännöksen 2-kohdan kirjoittamista esimerkiksi muotoon, jossa lain tarkoituksena on turvata sijoittajien riittävä ja tasapuolinen tiedonsaanti.

Tavoitesäännöksen 3-kohdan mukaan lain tarkoituksena on ylläpitää yleistä luottamusta arvopaperimarkkinoihin. Säännöksen 3-kohdassa esitettyä lausetta voisi harkita lyhennettäväksi poistamalla siitä sana ”yleistä”, koska lain tarkoituksena lienee yhtäläillä sekä yleisen luottamuksen että yksittäisten sijoittajien luottamuksen turvaaminen.

### **Muita huomioita**

Muistiossa käytetään sanoja tarkoitus, tavoite ja keino osin rinnakkain niitä tarkemmin erittelemättä tai määrittelemättä. Tämä ilmenee esimerkiksi siitä, että muistiossa sivulla 9 esitetty esimerkkisäännös on otsikoitu ”lain tarkoitus”, mutta säännöstä kutsutaan kuitenkin tekstissä ”tavoitesäännökseksi”. Tässä lausunnossa on pyritty seuraamaan kussakin asiakohdassa muistion terminologiaa.

Sanojen tarkoitus ja tavoite merkityserojen tunnistaminen on vaikeaa. Kuitenkin käsitteistöä voisi pyrkiä tarkentamaan tältä osin asian tärkeyden vuoksi. Alla esitetään eräs tapa hahmottaa käsitteiden välisiä eroja.

Sanalla tavoite viitataan yleensä pyrkimysten kohteena olevaan asiantilaan, joka ei vallitse tällä hetkellä. Tavoite ilmaisee päämäärän ja vastaa siten yleensä kysymykseen mihin. Sitä vastoin tarkoitus on yleensä käsitteenä staattisempi. Se vastaa siihen, miksi laki tai sen yksittäinen säännös on olemassa. Keino on puolestaan väline tarkoitukseen tai tavoitteen saavuttamiseksi.

Sanapari ”lain tarkoitus” on oikeustieteessä vakiintunut. Siten tarkoitus-sanan käyttö on edellä mainituista yleensä luontevin vaihtoehto. Lain tarkoitus ilmaisee sen, mihin vaikutukseen lainsäätäjät on pyrkinyt lakia säätäessään.

## **5. Yleissäännökset ja yleiset periaatteet (4.2)**

### **Kysymys 3: a) Tulisiko mielestänne yleiset periaatteet kirjata AML 1 lukuun?**

Yleisten periaatteiden kirjaaminen lakiin ei ole ongelmatonta. Arvopaperimarkkinoita koskevien säännösten tulee olla käytännönläheisiä ja sisällöltään selkeitä. Säännöksiltä on edellytettävä täsmällisyyttä ja tarkkarajaisuutta, koska niiden rikkomisesta voi seurata rikosoikeudellisia seuraamuksia. Arvopaperimarkkinaoikeuden yleiset periaatteet eivät myöskään ole laajasti tunnettuja tai yhtä täsmennyneitä kuin esimerkiksi sopimus- tai yhtiöoikeuden yleiset periaatteet. Aihetta koskevaa oikeuskirjallisuutta ja -käytäntöä on verraten vähän.

Se, onko yleisten periaatteiden kirjaaminen lakiin ylipäätään mahdollista, riippuu lisäksi siitä, mitä asioita uusi AML tulee koskemaan. Siten myöskään valintaa koko lakia koskevien yleisten periaatteiden ja esimerkiksi lukukohtaisten periaatteiden välillä ei voida tehdä valmistelun tässä vaiheessa. Vaihtoehtona sille, että arvopaperimarkkinaoikeuden yleiset periaatteet kirjataan lakiin, periaatteiden täsmentyminen voitaisiin jättää oikeustieteen, oikeuskäytännön ja itsesääntelyn varaan.

Yleisten periaatteiden sekä lain tarkoituksen, tavoitteiden ja keinojen suhdetta tulee arvioida kriittisesti. Katso tästä lausunnon kohta 4. Edellä esitetyistä syistä AML:n yleiseksi periaatteeksi ja lakiin ylipäätään tulisi lähtökohtaisesti kirjata vain säännöksiä, joilla on selkeä oikeusnormin luonne.

**Kysymys 3: b) Jos yleisiä periaatteita lisätään lakiin, pidätkö edellä esitetyjä esimerkkejä lain yleiseksi periaatteeksi hyvänä lähtökohtana jatkovalmistelussa?**

*Avoimuus ja tiedonantovelvollisuus. Arvopaperimarkkinoilla toimittaessa on noudatettava avoimuutta ja huolehdittava siitä, että arvopaperimarkkinoiden osapuolilla on saatavilla arvopaperin arvoon vaikuttavat oikeat ja riittävät sekä ymmärrettävät tiedot. (S. 10 - 11.)*

Säännös on päällekkäinen muistiossa ehdotetun tavoitesäännöksen kanssa. Päällekkäisyys voi haitata lain tulkintaa ja soveltamista, joten tulisi harkita lain tarkoituksen ja tavoitteiden mainitsemista ainoastaan lain perusteluissa. Tällöin ensisijainen normilähde olisi laissa oleva säännös eli periaatteen ilmaiseva säännös.

Ehdotetussa säännöksessä mainitulle sanalla avoimuus on tässä yhteydessä vaikeaa löytää itsenäistä sisältöä. Avoimuudella tarkoitettaneen samaa kuin markkinoiden läpinäkyvyydellä (transparency), johon liittyy sekä tiedonantovelvollisuuden täyttyminen että sijoittajien yhtäaikainen tiedonsaanti. Tasapuolisuutta on käsitelty erikseen, joten tämän periaatteen kohdalla voitaisiin käsitellä ainoastaan tiedonantovelvollisuutta.

Tiedonantovelvollisuutta koskevassa säännöksen osassa mainitaan oikeiden ja riittävien tietojen osalta velvollisuus antaa ”ymmärrettäviä tietoja”. Ymmärrettävyys on käsitteenä epäselvä erityisesti suhteessa ehdotetussa säännöksessä jo mainittuun velvollisuuteen antaa oikeita ja riittäviä tietoja. Se tarkoittaisi myös muutosta voimassa olevaan AML 2:7:n mukaiseen jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen.

*Luottamus ja tasapuolisuus. Arvopaperimarkkinoilla on noudatettava menettelytapoja, jotka edistävät markkinoita kohtaan tunnettua luottamusta. Arvopaperimarkkinoiden osapuolia tulee kohdella tasapuolisesti. (S. 11.)*

Säännöksen ensimmäinen luottamusta ilmaiseva virke on päällekkäinen muistiossa ehdotetun tavoitesäännöksen kanssa. Päällekkäisyys voi haitata lain tulkintaa ja soveltamista.

Säännöksen toinen virke on muotoilultaan sinällään toimiva. Arvopaperimarkkinoilla esiintyy kuitenkin usein tilanteita, joissa AML:n ja OYL:n suhdetta joudutaan pohtimaan (ks. esim. yrityskauppala-autakunnan lausunto YKL 2007:3). Tällaisessa tilanteessa tulkintaa helpotaisi, jos AML:n ja OYL:n terminologia ja suhde olisi nykyistä selkeämpi.

OYL:n yhdenvertaisuussäännöksen (OYL 1:7) mukaan kaikki osakkeet tuottavat yhtiössä yhtäläiset oikeudet, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin. Yhtiökokous, hallitus, toimitusjohtaja tai hallintoneuvosto ei saa tehdä päätöstä tai ryhtyä muuhun toimenpiteeseen, joka on omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella. Yhdenvertaisuus ilmaistaan samankaltaisesti esimerkiksi Suomen perustuslaissa (731/1999, jäljempänä ”perustuslaki”), jonka 6 §:n 1 momentin mukaan ihmiset ovat yhdenvertaisia lain edessä, ja 2 momentin mukaan ketään ei saa ilman hyväksyttävää perustetta asettaa eri asemaan henkilöön liittyvän syyn perusteella.

Kokonaisuudistuksen yhteydessä voitaisiin selkeyttää, tarkoitetaanko tasapuolisuudella samaa kuin yhdenvertaisuudella. Yhdenvertaisuuden keskeiseen sisältöön kuuluu, että samanlaisia tapauksia on kohdeltava samalla tavalla, mutta kääntäen erilaisia tapauksia voidaan kohdella eri tavalla. Esimerkiksi AML 6:2, jonka mukaan julkisen ostotarjouksen tekijä ei saa asettaa kohdeyhtiön AML 6:1:ssä tarkoitettujen arvopaperien haltijoita eriarvoiseen asemaan (tasapuolinen kohtelu), voidaan nykyisellään tulkita tältä osin joustamattomammaksi kuin OYL 1:7.

*Hyvä arvopaperimarkkinatapa. Arvopaperimarkkinoilla toimivien on noudatettava hyvää arvopaperimarkkinatapaa. (S. 11.)*

Muistiossa esitetty luonteeltaan toteava säännös on rakenteeltaan hyvin muotoiltu. Hyvän tavan mainitseminen laissa herättää kuitenkin kysymyksen siitä, millaisia rangaistuksia hyvän tavan rikkomisesta voi seurata. Tätä voitaisiin selventää jatkovalmistelussa.

Säännöksen asettama velvoite noudattaa hyvää arvopaperimarkkinatapaa on arvopaperimarkkinoilla toimivia ohjaava yleissäännös. Hyvän arvopaperimarkkinatavan sisältö konkretisoituu muuta kautta. Säännös on merkitykseltään keskeinen, joten sen nostamista järjestyksessä ensimmäiseksi voisi harkita.

Katso hyvän arvopaperimarkkinatavan määräytymisestä lausunnon kohta 6, vastaus kysymykseen 4 c).

*Sijoittajansuoja ja pakottavuus. AML:n tavoitteena on turvata hyvä sijoittajansuoja. AML:n säännökset ovat pakottavia, jollei niitä ole nimenomaisesti säädetty tahdonvaltaisiksi. (S. 11.)*

Säännöksen ensimmäinen virke sopii selkeästi tavoiteluonteisena säännöksenä paremmin perusteluihin kuin lainsäädännökseen. Säännöksen ensimmäinen virke on sitä paitsi päällekkäinen muistiossa ehdotetun tavoitesäännöksen kanssa. Päällekkäisyys voi haitata lain tulkintaa ja soveltamista.

Lainsäädännösten pakottavuuden ja tahdonvaltaisuuden selventäminen on sinällään kannattavaa. Yleisen pakottavuutta koskevan säännöksen antaminen voi kuitenkin olla AML:n osalta hankalaa, koska pakottavuus voi olla eriasteista. Se johtaisi tarpeeseen arvioida säännösten pakottavuus tarkoin kunkin säännöksen kohdalla ja tarpeeseen säätää erillisistä poikkeuksista.

Esimerkiksi AML 6:8.2 mukaan ensimmäisen tarjouksen hyväksynyt saa kilpailevan tarjouksen julkistamisen jälkeen perua hyväksymisensä ensimmäisen tarjouksen voimassaoloaikana. Säännös on arvopaperimarkkinaoikeudellisesti pakottava. Kuitenkin säännökseen liittyy myös sopimusoikeudellinen ulottuvuus. Pakottavuuden voidaan katsoa tarkoittavan sitä, että osakkeenomistajalta ei voida viedä AML 6:8.2:n mukaista oikeutta perua hyväksymisensä esimerkiksi yleisissä ehdoissa. Kuitenkin on tavallista, että julkisen ostotarjouksen yhteydessä osakkeenomistajat antavat osana tarjousprosessia nimenomaisia sitoumuksia hyväksyä tuleva ostotarjous.

Yrityskauppala-autakunta on katsonut, että AML 6:8.2:sta huolimatta ei ole estettä sille, että jotkut osakkeenomistajat vapaaehtoisesti sitoutuvat muita arvopapereiden haltijoita ankarampiin tai epäedullisempiin ehtoihin. Osakkeenomistajan antamassa sitoumuksessa hyväksyä tuleva tarjous on kyse tarjouksen tekijän ja kyseisen osakkeenomistajan välisestä tarjouksen ulkopuolisesta sopimusoikeudellisesta järjestelystä, jolla osakkeenomistaja voi halutessaan luopua arvopaperimarkkinalain mukaisista oikeuksistaan, esimerkiksi arvopaperimarkkinalain 6:8.2 mukaisesta osakkeenomistajan oikeudesta kilpailevan tarjouksen tilanteessa peruuttaa ensimmäistä tarjousta koskeva hyväksymisensä ensimmäisen tarjouksen voimassaoloaikana. (Ks. Suositus julkisissa ostotarjouksissa noudatettavista menettelytavoista, jäljempänä ”TOC”, s. 26.)

**Kysymys 3: c) Pidättekö AML:n voimassaolevia kohdennettuja yleissäännöksiä toimivina ja riittävinä?**

*Lähtökohtaisesti AML:n voimassaolevat soveltamisalaltaan suppeammat yleissäännökset voivat säilyä nykyisessä muodossaan. - - AML 2:1 §:n arvopaperin markkinointia ja 4 luvun asiakkaansuojaa koskevan yleissäännöksen soveltamisalan riittävyys arvioidaan uudelleen. (S. 11.)*

Uudistuksessa tulisi arvioida AML 2:1:n ja 4:1:n tarpeellisuus, jos jatkovalmistelussa päädytään säätämään hyvää arvopaperimarkkinatapaa koskeva 1 luvun periaatesäännös. Samoin tulisi arvioida, onko AML 2:1:n kaltainen säännös ylipäätään tarpeellinen ottaen huomioon kuluttajansuojalain (38/1978) 2:1:n ja sopimattomasta menettelystä elinkeino-toiminnassa annetun lain (1061/1978) 1 §:n.

Yllä esitetyn kaltaisesti myös muiden AML:n kohdennettujen yleissäännösten tarpeellisuutta tulee arvioida kriittisesti, jos laissa säädetään yleisistä periaatteista, tai vaihtoehtoisesti säätää periaatteista ainoastaan lukukohtaisesti. Päällekkäistä sääntelyä ja säännösten liiallista määrää on vältettävä. Lisäksi on tarpeen tutkia mahdollisuudet lisätä viranomais-sääntelyn sijaan itsesääntelyä.

*Lisäksi arvioidaan AML 6 luvun julkista ostotarjousta koskevien yleisten periaatteiden täydentämistä ostotarjoudirektiivin (2004/25/EY) 3 artiklassa mainituilla periaatteilla (s. 11).*

Nämä periaatteet on jo tuotu esiin itsesääntelyssä (ks. TOC s. 7).

### **Muita huomioita**

*Yleistä periaatetta ilmentävää normia sovelletaan yksittäisessä tapauksessa yhdessä muiden oikeussääntöjen kanssa sovittaen yleinen periaate yksittäistapaukseen (s. 9).*

Oikeusjärjestelmän johdonmukaisuuden turvaamiseksi yleinen periaate vaikuttaa lisäksi yksittäisen säännöksen tulkintaan. Tämä ilmenee esimerkiksi niin sanotussa peruslakimyönteisessä lain tulkinnoissa. Siinä lain mahdollisista tulkintavaihtoehdoista pyritään valitsemaan se, joka ei ole ristiriidassa perustuslain kanssa. Vaikka periaateluonteinen säännös on yleensä normihierarkkisesti samalla tasolla kuin yksityiskohtainen säännös, sillä voi olla vastaavaa tulkinnallista vaikutusta kuin perustuslain säännöksillä.

*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. (S. 9.)*

Lain, asetusten ja määräysten ohella sovellettavaksi voi tulla itsesääntely.

*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 varallisuus-oikeudellisista oikeustoimista annetun lain (228/1929) 36 §:n oikeustoimen kohtuullistamissäännöstä. (S. 10.)*

Kuten edellä on todettu, yrityskauppala-autakunta pitää tästä huolimatta lain tulkinnan ja soveltamisen kannalta parempana lähtökohtana sitä, että laissa säädetään tarvittaessa vain yleisistä periaatteista. Lain tavoitteet sopivat paremmin lain perusteluissa esitettäväksi.

Muistiossa viitatusiin niin sanotun oikeustoimilain (228/1929) 36 §:n kanssa samankaltainen esimerkki on kauppalain (355/1987) säännösten ilmentävien periaatteiden soveltaminen myös muihin sopimussuhteisiin kuin irtaimen omaisuuden kauppaan. Lisäksi oikeuskirjallisuudessa on pidetty AML 2:1.1 soveltamisalaansa laajempaan yleisenä velvollisuutena noudattaa hyvää arvopaperimarkkinatapaa arvopaperimarkkinoilla toimittaessa.

Oikeusperiaatteista on kirjoitettu runsaasti oikeustieteellisessä kirjallisuudessa. Käyty keskustelu on hyvä huomioida tulevassa uudistustyössä. Sanan oikeusperiaate sisältö ei ole täysin vakiintunut, vaikka sitä kuitenkin käytetään runsaasti. Sen johdosta uudistuksen yhteydessä voi olla tarpeen määrittellä, mitä muistiossa käytetyllä sanaparilla ”yleinen periaate” tarkoitetaan.

Oikeusperiaatteen luonteeseen kuuluu, että se on yhteydessä arvoihin ja vaalii oikeusjärjestyksen johdonmukaisuutta eli konsistenssia ja koherenssia. Oikeusperiaate ei ole lainsäädännön tavoin staattinen vaan sen tosiasiallinen sisältö ja tulkinta voivat muuttua yhteiskunnallisen kehityksen myötä. Tätä ilmentää esimerkiksi kohtuusperiaatteen ja sopimuksen pitävyyden periaatteen (pacta sunt servanda) välinen suhde, joka on muuttunut kohtuullisuutta suosivaan suuntaan. Oikeusperiaatteille tyypillinen juostavuus on tarpeen säilyttää, vaikka periaatteet kirjattaisiin lakiin.

Oikeusperiaatteiden sisältö konkretisoituu lainkäytössä. Vaikka oikeusperiaate olisi saanut lainsäädännössä sanallisen ilmiänsä, sen sisältöä voidaan sanamuodon niin salliessa tulkita joustavammin kuin yksityiskohtaisen säännöksen sisältöä ottaen kuitenkin huomioon oikeusturvanäkökohdat.

## 6. Arvopaperimarkkinoiden sääntelyhierarkia (4.3)

**Kysymys 4: a) Onko AML:ssa tai sen nojalla annetuissa asetuksissa viranomaissääntelyä, joka mielestänne sopisi paremmin alemmalle hierarkiatasolle, joko asetukseen tai Rahoitustarkastuksen määräyksiin?**

*Uudistuksessa arvioitaisiin kuitenkin, onko asetuksia käytetty riittävästi ja toimivasti muuhun viranomaissääntelyyn verrattuna. Sääntelyn selkeyttämiseksi AML:n erityisesti teknisluonteisempia säännöksiä voitaisiin siirtää ministeriön asetuksiin tai Rahoitustarkastuksen sitovan sääntelyn piiriin. (S. 13.)*

AML muodostaa arvopaperimarkkinoiden sääntelyn perustan. Periaatteelliset ja sääntelyn laajuutta koskevat kysymykset on sisällytettävä AML:iin. Merkitykseltään vähäisempiä säännöksiä voidaan sisällyttää alempiasteisiin säädöksiin.

AML:sta on tarkoituksenmukaista siirtää asetuksiin erityisesti sellaista säännöksiä, joita joudutaan muuttamaan verraten usein. Jos sääntelyä siirretään asetustasolle, on samalla tarpeen huolehtia ministeriön riittävästä resursseista. Laissa voitaisiin lisäksi tarpeellisessa määrin ja perustuslain sallimissa rajoissa valtuuttaa Rahoitustarkastus antamaan oikeussääntöjä teknisluonteisista asioista.

Määräyksenantovaltaa siirrettäessä on otettava huomioon perustuslain asettamat vaatimukset. Perustuslain 80 §:n mukaan asetuksia antavat tasavallan presidentti, valtioneuvosto ja ministeriö. Yksilön oikeuksien ja velvollisuuksien perusteista on kuitenkin säädettävä lailla. Muu viranomainen voidaan lailla valtuuttaa antamaan oikeussääntöjä määräyksiä asioista, jos siihen on sääntelyn kohteeseen liittyviä erityisiä syitä eikä sääntelyn asiallinen merkitys edellytä, että asiasta säädetään lailla tai asetuksella. Tällaisen valtuutuksen tulee olla soveltamisalaltaan täsmällisesti rajattu.

Rahoitustarkastuksesta annetun lain (587/2003) perusteluissa käsitellään tätä kysymystä viittaamalla perustuslain perusteluihin: ”Uutta perustuslakia koskeneen hallituksen esityksen (HE 1/1998 vp) perustelujen mukaan lainsäädäntövaltaa ei tulisi osoittaa ministeriötä alemmalle viranomaistaholle. Perustuslain 80 §:n säännöksessä asetetut verraten tiukat rajat korostavat muulle viranomaiselle kuin tasavallan presidentille, valtioneuvostolle ja ministeriölle annettavan norminantovaltuuden poikkeuksellisuutta. Muu viranomainen, kuten Rahoitustarkastus, voidaan perustuslain perustelujen mukaan lailla valtuuttaa antamaan oikeussääntöjä, jos siihen on sääntelyn kohteeseen liittyviä erityisiä syitä. Tällainen erityinen syy on perustuslain perustelujen mukaan käsillä lähinnä silloin, kun kysymyksessä on vähäisiä yksityiskohtia koskeva sääntely, johon ei liity merkittävää harkintavallan käyttöä. Valtuutuksen tulee lisäksi olla soveltamisalaltaan täsmällisesti rajattu.” Oikeustila ei liene muuttunut tältä osin.

**Kysymys 4: b) Miten AML:n tai sen nojalla annettujen asetusten säännökset toimivat mielestänne suhteessa sääntelyä tarkentaviin Rahoitustarkastuksen määräyksiin, suosituksiin, soveltamisohjeisiin tai arvopaperipörssin sääntöihin?**

*Rahoitustarkastuksesta annetun lain (587/2003), jäljempänä RataL, nojalla Rahoitustarkastuksen tehtäviin kuuluu myös ohjata rahoitusmarkkinoilla toimivia noudattamaan toiminnassaan hyviä menettelytapoja. - - Rahoitustarkastuksen ohjeiden anto on nykyisin laajaa. Rahoitustarkastuksen antamien tulkintasuosituksen merkitys on suuri erityisesti tilanteissa, joissa vastaavaa nimenomaista säännöstä ei ole. Sitovan sääntelyn ja ohjeituksen suhde ei välttämättä ole aina selkeä. Rahoitustarkastuksen rinnakkainen rooli sekä määräysten antajana että valvojana voi olla ristiriitainen. - - Kokonaisuudistuksessa selvittäisiin, ovatko AML:ssa olevat asetusten ja Rahoitustarkastuksen määräysten antamista varten kirjoitetut valtuutussäännökset riittävän yksilöityjä. (S. 12 ja 14.)*

Rahoitustarkastuksen standardit ovat kattavia. Standardien kattavuutta lisää se, että Rahoitustarkastus on ottanut niissä kantaa myös sellaisiin tilanteisiin, (1) jotka eivät kuulu laissa olevan soveltamisalaltaan täsmällisesti rajatun määräyksenantovaltuutuksen piiriin tai (2) joissa tulkitaan laissa olevaa säännöstä laajentavasti. Rahoitustarkastus on nimennyt nämä osat standardeista esimerkiksi suosituksiksi.

Viranomaisen antamat suositukset ovat normihierarkkisesti ongelmallisia. Arvopaperimarkkinasääntelyä on direktiiveissä, laeissa, asetuksissa, Rahoitustarkastuksen standardeissa, arvopaperipörssin säännöissä ja itsesääntelynormeissa. Yksistään ”sääntelyportaiden” lukumäärä voi aiheuttaa sekaannusta markkinatoimijoissa, säännösten määrästä puhumattakaan. Eri toimijoiden antamissa säännöksissä on usein myös päällekkäistä sääntelyä esimerkiksi tiedonantovelvollisuudesta, mikä voi aiheuttaa sekaannusta markkinoilla.

Rahoitustarkastuksella olevan valvontaviranomaisen aseman johdosta standardien ohjaava vaikutus on merkittävä. Tämä koskee myös niitä osia Rahoitustarkastuksen standardeista, jotka eivät ole muodollisesti sitovia. Vaikka Rahoitustarkastus nimeäisi lain ylittävän sääntelyn standardissaan esimerkiksi suositukseksi, valvontaviranomaiselle kuuluvan keskeisen aseman johdosta näistä suosituksista tulee tosiasiallisesti sitovia. Tämä johtuu osin myös standardien nykyisestä rakenteesta. Yrityskauppala-autakunta on kiinnittänyt tähän Rahoitustarkastuksen huomiota (ks. yrityskauppala-autakunnan lausunto YKL 2006:1 s. 1).

Markkinoiden toiminnan kannalta voi olla tiettyssä määrin eduksi, että valvontaviranomainen antaa ennakolta yleisiä kannanottoja joihinkin epäselviin kysymyksiin. Toisaalta tällainen norminanto hämää valvontaviranomaisen roolia. Norminanto on erityisen ongelmallista silloin, jos normeja antavalla viranomaisella on myös valtaa määrätä rangaistuksia normien rikkomisesta.

Yrityskauppala-autakunta tunnustaa Rahoitustarkastuksen merkittävän työn suomalaisen arvopaperimarkkinoiden kehittämisessä. Rahoitustarkastuksen roolia tulisi kuitenkin arvioida uudelleen, mihin AML:n uudistaminen sekä Rahoitustarkastuksen ja Vakuutusvalvontaviraston yhdistyminen antaa luontevan tilaisuuden. Rahoitustarkastuksen tulisi toimia markkinoita valvovana viranomaisena. Koska lainsäädäntö-, tuomio- ja toimeenpanovalta on erotettava toisistaan, sääntelyn ei tulisi kuulua valvontaviranomaisen tehtäviin. Samalla olisi arvioitava uudelleen myös Rahoitustarkastuksen standardien asema.

Sitova sääntely tulisi antaa laeissa ja asetuksissa. Laissa voitaisiin luonnollisesti vallitsevan käytännön mukaisesti tarpeellisessa määrin ja täsmällisesti rajatuin säännöksin valtuuttaa Rahoitustarkastus antamaan oikeussääntöjä teknisluonteisista asioista. Mahdollisten valtuutusten tulisi koskea Rahoitustarkastuksen roolia markkinoita valvovana viranomaisena. Perustuslain perusteella kysymykseen voi tulla vain vähäisiä yksityiskohtia koskeva sääntely, johon ei liity merkittävää harkintavallan käyttöä. Jos Rahoitustarkastukselle on tarpeen antaa valtuutus päättää asiasta, joka voi tapauksesta riippuen olla merkittävä tai vähäinen,

voitaisiin harkita käytettäväksi toimivallan jakoa Rahoitustarkastuksen ja valtiovarainministeriön välillä. Esimerkiksi liikenne- ja viestintäministeriön ja Viestintäviraston välinen toimivalta on jaettu eräissä kysymyksissä niiden merkittävyydestä riippuen (ks. viestintämarkkinalaki (393/2003) 16 §).

Vaikka Rahoitustarkastuksen tehtäviin kuuluu ohjata rahoitusmarkkinoilla toimivia noudattamaan hyviä menettelytapoja (ks. RataL 3 §), tämä *tehtävä* ei perusta *toimivaltaa* antaa sääntelyä. Toimivallasta on säädettävä nimenomaisesti. Esimerkiksi poliisilain (493/1995) 1 §:n mukaan poliisin tehtävänä on muun muassa yleisen järjestyksen ja turvallisuuden ylläpitäminen. Kuitenkin poliisin toimivaltuuksista on säädetty nimenomaisesti muun muassa poliisilain 2 luvussa.

Rahoitustarkastuksen tehtävät ja toimivalta tulisi määritellä siten, että Rahoitustarkastuksen ei kuulu antaa lain, asetusten ja nimenomaisten määräyksenantovaltuutusten ylittävää sääntelyä, kuten esimerkiksi suosituksia. Lainsäädännön ylittävä sääntely on luontevaa jättää itsesääntelyn varaan.

Rahoitustarkastuksen määräyksenantovaltuuksia ja erityisesti standardien merkitystä oikeusnormeina olisi arvioitava kriittisesti. Vallitsevan tilanteen selkeyttäminen on tärkeää ottaen huomioon perustuslain säännökset ja itsesääntelyn mahdollisuus.

#### **Kysymys 4: c) Ovatko itsesääntelyn mahdollistavat säännökset ja puitteet AML:ssa mielestänne riittävät ja toimivat?**

*Osittain laajan viranomais sääntelyn vuoksi itsesääntelyn merkitys arvopaperimarkkinoilla on suhteellisen vähäinen. - - Rahoitustarkastuksen kattavat standardit ovat saattaneet vähentää alan itsesääntelyn laajuutta. - - Valtuutus- ja muut säännökset eivät nykyisellään estäne itsesääntelyn kehittämistä. (S. 12 - 14.)*

Rahoitustarkastuksen standardit ovat vähentäneet itsesääntelyn laajuutta ja osin estäneet sen kehittämistä. Yrityskauppala-autakunta on kiinnittänyt asiaan Rahoitustarkastuksen huomiota (ks. yrityskauppala-autakunnan lausunto YKL 2007:2 s. 2). Toisaalta Rahoitustarkastus on ottanut itsesääntelyä huomioon standardeissaan (ks. esim. Rahoitustarkastuksen standardi 5.2c "Julkinen ostotarjous ja tarjousvelvollisuus" kohdat 3(3), 3(4) ja 5(4)).

Yrityskauppala-autakunnan ja Rahoitustarkastuksen välisiä toimivaltakysymyksiä on käsitelty esimerkiksi yrityskauppala-autakunnan lausunnossa YKL 2006:1. Yrityskauppala-autakunta ja Rahoitustarkastus ovat tämän jälkeen tarkentaneet näkemystään toimivallan jakautumisesta. Edelleen vallitsevassa oikeustilassa yrityskauppala-autakunnan ei ole tarkoituksenmukaista antaa AML 6:17:n nojalla suosituksia, jotka eroaisivat Rahoitustarkastuksen standardeista edes standardien ei-sitovilta osin. Keskenään erilainen sääntely olisi omiaan luomaan tarpeetonta epävarmuutta markkinoille.

Rahoitustarkastuksen standardissa 5.2c todetaan, että standardissa esitettyjen suositusten ja tulkintojen tavoitteena on *linjata hyvää arvopaperimarkkinatapaa*. AML 6:17:n mukaan yrityskauppala-autakunta antaa *hyvän arvopaperimarkkinatavan* noudattamisen edistämiseksi suosituksia ja lausuntoja. Tämä on ongelmallista suhteessa lain perusteluihin, joiden mukaan yrityskauppala-autakunnalle ei ollut tarkoitus perustaa Rahoitustarkastuksen toimivallan kanssa päällekkäistä toimivaltaa (HE 6/2006 s. 52).

Hyvä tapa tarkoittaa tässä yhteydessä kaikkien osapuolten kannalta kohtuullista kauppatapaa. Sen lähteitä ovat esimerkiksi vakiintuneet markkinakäytännöt ja markkinaosapuolten itsesääntely. Koska hyvä tapa muodostuu markkinoilla, sen määrittäminen ei voi kuulua viranomaisille vaan markkinaosapuolille.

Yrityskauppala-autakunnan näkemyksen mukaan vallitsevia toimivaltuuksia tulisi selkeyttää siten, että Rahoitustarkastuksen tehtäviin ei kuuluisi hyvän arvopaperimarkkinatavan linjaaminen. Lainsäädännön ylittävä sääntely olisi jätettävä itsesääntelyn varaan.

*Laeissa olevat valtuutus- ja muut säännökset määrittelevät viranomaissääntelyn rajat suhteessa itsesääntelyyn. - - Valtiovarainministeriö pyrkii edistämään itsesääntelyä, joka mukautuu kotimaisten markkinoiden tarpeisiin, toimii luotettavasti ja on sopusoinnussa viranomaissääntelyn sekä valvonnan toimivuuden kanssa. (S. 14.)*

Lainsäätäjä voi tukea itsesääntelyä pääasiassa kahdella tavalla. Yhtäältä lainsäätäjä voi kokonaan pidättäytyä sääntelemästä joitain kysymyksiä, mikä mahdollistaa aidon itsesääntelyn syntymisen. Toisaalta lainsäätäjä voi yhteissääntelyn nimissä antaa toimijoille lailla nimenomaisen oikeuden tai velvollisuuden säännellä käyttäytymistään.

Itsesääntelyn merkitystä arvopaperimarkkinoilla olisi mahdollista lisätä nykyisestä, jos viranomaissääntely jättäisi nykyistä enemmän tilaa itsesääntelylle. Yleensä itsesääntelyelimillä ja viranomaisilla on samansuuntaiset tavoitteet arvopaperimarkkinoiden kehittämiseksi, ja viranomaisten tulisi toiminnassaan selkeästi tukea itsesääntelyn kehittymistä.

*Laadukas itsesääntely vaatii toimijoilta pitkäjänteisyyttä ja huomattavia resursseja. - - itsesääntelyelimiltä on edellytettävä riittävien riippumattomuus- ja jatkuvuusnäkökohtien huomioinnista. (S. 13 - 14.)*

Yhteissääntelyä luotaessa lainsäätäjän on taattava toiminnan ja tarvittavien resurssien kannalta riittävä ja kestävä rahoitus. Tällöin kyetään turvaamaan myös muut yllä mainitut kriteerit eli toiminnan pitkäjänteisyys, riippumattomuus ja jatkuvuus.

*Hyvä arvopaperimarkkinatapa perustuu markkinaosapuolten väliseen kauppatapaan ja sen tulisi olla ensi sijassa markkinaosapuolten määrittelemä (s. 14).*

Kuten edellä on esitetty, hyvän arvopaperimarkkinatavan tulee olla markkinaosapuolten määrittelemää.

Itsesääntelyelinten kokoonpanot muodostetaan usein siten, että eri markkinaosapuolet ovat niissä kattavasti edustettuina. Itsesääntelyelimillä on tätä kautta ensiluokkainen tietämys markkinoiden tilasta ja markkinoilla noudatettavista käytännöistä. Siten hyvän tavan sisällön linjaaminen voidaan antaa tällaisen elimen tehtäväksi.

*Rahoitustarkastuksen markkinavalvojan roolin itsenäisyyttä tukisi, jos esimerkiksi sijoituspalvelujen tarjoamisessa noudatettavan hyvän tavan sisältöä koskeva ohjaus olisi voimakkaammin markkinatoimijoista koostuvalla itsesääntely- ja ohjauselimellä. Valvontaviranomainen voisi tällöin erityisesti esittää kannanottoja yksittäisissä asioissa ja siten ohjata hyvien menettelytapojen noudattamista. (S. 14.)*

Sijoituspalvelujen tarjoamisessa noudatettavan hyvän tavan määrittelyn tulisi kuulua markkinaosapuolille ja niistä koostuvalle itsesääntelyelimelle. Markkinavalvojan rooliin ei lähtökohtaisesti kuulu säännösten antaminen. Katso myös lausunnon kohta 6, vastaus kysymykseen 4 b).

Viranomaisten tulisi valvoa arvopaperimarkkinoiden toimintaa yleisesti ja tarvittaessa puuttua sellaisiin yksittäisiin tapauksiin, joissa rikotaan lainsäädäntöä. Viranomaiset voivat myös määrätä toimivaltansa puitteissa seuraamuksia havaituista rikkomuksista. Viranomaisten tulisi pidättäytyä ottamasta kantaa lainsäädännön ylittävään sääntelyyn.

Koska lainsäädännön ylittävä sääntely on luontevaa jättää kokonaan itsesääntelyn varaan, itsesääntelyelin voisi muistiossa esitetystä poiketen ottaa kantaa myös hyvää tapaa koskeviin yksittäisiin kysymyksiin ja siten tarkemmin ohjata suosituksissa määriteltyjen hyvien menettelytapojen noudattamista. Yleiset suositukset konkretisoituvat yksittäistapauksiin annettujen ratkaisujen kautta. Luonnollisesti itsesääntelyelimen tulisi tehtäviä hoitaessaan toimia tarpeellisessa määrin yhteistyössä asianomaisten viranomaisten kanssa. Jatkovalmistelussa voitaisiin selvittää, voidaanko yrityskauppala-autakuntaa hyödyntää tässä roolissa.

**Kysymys 4: d) Minkälaista uutta itsesääntelyä pidätte tarpeellisena ja millaisia tehtäviä antaisitte itsesääntelyelimille?**

*Kokonaisuudistuksessa arvioitaisiin hyvän arvopaperimarkkinatavan luomisen sekä arvopaperimarkkinoita koskevan asiakasvalitus- ja riidanratkaisutoiminnan kehittämismahdollisuuksia. - - Erityisesti valitus- ja riidanratkaisuelinten perustamisen tarpeellisuuden arvioinnissa keskeistä on sijoittajansuojan turvaaminen. (S. 14).*

Yrityskauppala-autakunta ei pidä uusien itsesääntelyelinten perustamista tarpeellisena. Muistiossa mainittu sijoittajansuojan turvaaminen on jo nykyisellään yrityskauppala-autakunnan ja sen kaltaisten toimielinten toiminnan keskiössä. Kuten edellä on todettu, tätä näkökulmaa on tarvittaessa mahdollista korostaa lautakunnan tehtäväkentässä.

Itsesääntelyn kehittämiseksi ja laajentamiseksi tarvittavat toimenpiteet voidaan toteuttaa nykyisiä itsesääntelyelimiä vahvistamalla ja niiden tehtäviä tarkentamalla. Nykyisiä itsesääntelyelimiä vahvistamalla voidaan myös parhaiten turvata toiminnan pitkäjänteisyys, jatkuvuus ja riittävät resurssit. Toimintaa keskittämällä voidaan lisäksi parhaiten taata säännösten tulkinnan yhtenäisyys.

Katso yrityskauppala-autakunnan tehtävien osalta lausunnon kohta 16.

**Kysymys 4: e) Miten mielestänne tulisi painottaa varsinaista itsesääntelyä verrattuna yhteissääntelyyn?**

Arvopaperimarkkinoiden taloudellisesti tehokkaan toiminnan kannalta markkinoita tulisi säännellä vain, jos se on välttämätöntä. Päällekkäistä tai tarpeetonta sääntelyä tulisi karsia. Itsesääntely voi olla hyvä keino ohjata markkinoita halutulla tavalla mutta viranomaissääntelyä kevyemmin kustannuksin. Muistiossa esitettyjen itsesääntelyn etujen (ks. s. 13 - 14) lisäksi itsesääntely voi siten parantaa markkinoiden tehokkuutta. Mahdollisuudet itsesääntelyn käyttöön olisi selvitettävä huolellisesti aina ennen lainsäädäntötoimiin ryhtymistä.

Yhteissääntelyn etuna suhteessa varsinaiseen itsesääntelyyn (aito itsesääntely) voidaan pitää sitä, että institutionalisoituna järjestelmänä se voi tehostaa itsesääntelyn noudattamista. Laissa voidaan esimerkiksi sitovasti määrätä velvollisuudesta saattaa jokin asia yhteissääntelyelimen käsiteltäväksi tai seuraamuksista, jos yhteissääntelyelimen päätöksiä ei noudateta. Molemmista edellä mainituista on kansainvälisiä esimerkkejä. Lailla voidaan myös turvata yhteissääntelyelimen riittävä rahoitus ja resurssit. Samoja vaikutuksia voidaan saavuttaa jossain määrin myös aidossa itsesääntelyssä sopimusoikeudellisin keinoin. Aidossa itsesääntelyssä ei kuitenkaan voida sitoa sopimuksen ulkopuolisia tahoja. Toisaalta lainsäädännön tuomat rajoitteet vähentävät yhteissääntelyn joustavuutta suhteessa aitoon itsesääntelyyn.

Edellä esitetyn perusteella on kussakin tilanteessa harkittava, mikä on tarkoituksenmukaisin sääntelyvaihtoehto. Yhteissääntely lienee perustuslain 124 §:n valossa ainut vaihtoehto silloin, kun on kysymys julkisesta hallintotehtävästä.

Edellä todettujen tarkoituksenmukaisuusnäkökohtien ohella valinta aidon itsesääntelyn ja yhteissääntelyn välillä on myös periaatteellinen ratkaisu. Yrityskauppala-autakunta on korostanut itsesääntelyn ensisijaisuutta (ks. esimerkiksi yrityskauppala-autakunnan lausunto YKL 2008:1 s. 1 - 2). Hyvä tapa ja itsesääntely eroavat perustavalla tavalla viranomaissääntelystä, koska ne perustuvat pakottavuuden sijaan sääntelyn kohteena olevien vapaaehtoisuuteen. Markkinoiden vapaan toiminnan lähtökohdasta viranomaissääntelyä tulisi käyttää ainoastaan, jos markkinoiden toimintaan puuttuminen on välttämätöntä eikä tavoitetta voida saavuttaa muilla keinoin.

Aidon itsesääntelyn ja yhteissääntelyn erottelu ei ole aina yksiselitteistä. Esimerkiksi yrityskauppala-autakunnalla voi olla sekä lakisäätteisiä eli yhteissääntelyn piiriin kuuluvia tehtäviä että lakiin perustumattomia eli itsesääntelyn piiriin kuuluvia tehtäviä. AML 6:17:n mukaan

yrityskauppala-autakunta 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 voi lisäksi antaa hakemuksesta ratkaisusuosituksia myös suosituksiin liittyvissä yksittäisissä kysymyksissä. Yrityskauppala-autakunnan sääntöjen mukaan lautakunnan tehtävänä on edellä mainittujen lakisääteisten tehtäviensä lisäksi muulla tavoin edistää hyvän arvopaperimarkkinatavan kehittymistä (Keskuskauppakamarin yrityskauppala-autakunnan säännöt 1.4 §). Tällainen mahdollisuus määrätä lautakunnan säännöissä lakisääteisten tehtävien lisäksi itsesääntelytehtävistä on nimenomaisesti tunnustettu myös lainsäätäjän puolelta (ks. HE 6/2007 s. 54).

*Keskeistä olisi myös arvioida, lisätäänkö itsesääntelyä parhaiten varsinaisten itsesääntelyelinten kautta vai toimivatko Suomen sääntelykulttuurissa parhaiten yhteissääntelyelimet, esimerkiksi riidanratkaisutehtävissä (s. 14).*

Yrityskauppala-autakunnan ja sen kaltaisten itsesääntelyelinten asemaa riidanratkaisueliminä on mahdollista korostaa. Esimerkiksi yritysjärjestelyissä esille nousevat oikeudelliset kysymykset eivät sovellu parhaalla mahdollisella tavalla tuomioistuinkäsittelyyn oikeusprosessiin väistämättä kuluvan ajan ja prosessin jälkikäteisyys vuoksi. Itsesääntelyelimet tarjoavat riidan osapuolille tuomioistuinta joustavamman ja tehokkaamman tavan ratkaista ongelmallinen tilanne. Yrityskauppala-autakunnan lausuntojen kautta olisi myös mahdollisuus saada arvopaperimarkkinoille julkisia, arvopaperimarkkinoita koskevia kannanottoja, mikä yhtenäistäisi yritysjärjestelyissä noudatettavia menettelytapoja yksittäistapauksia laajemmin.

### **Muita huomioita**

*Lamfalussy-prosessin 3. tason mukaisesti kansallisen valvontaviranomaisen sääntely ja näiden viranomaisten eurooppalainen yhteistyö ovat keskeinen osa EU-sääntelyn harmonisointia (s. 12).*

Yrityskauppala-autakunta on notifioitu komissiolle Rahoitustarkastuksen ohella ostotarjousdirektiivin (Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/25/EY julkisista ostotarjouksista) alla toimivaltaisena elimenä. Yrityskauppala-autakunta on yhdessä Rahoitustarkastuksen kanssa mukana Euroopan arvopaperimarkkinoiden valvojien komitean (the Committee of European Securities Regulators, CESR) alaisen Takeover Bids Networkin toiminnassa. Samassa ryhmässä ovat edustettuna esimerkiksi Aktiemarknadsnämnden Ruotsista ja Takeover Panel Isosta-Britanniasta.

Lamfalussy-prosessin toteuttamisessa voitaisiin huomioida nykyistä enemmän itsesääntelyä. Viranomaisten sekä itsesääntelyelinten rinnakkaista toimintaa on mahdollisuus tiivistää. Viranomaisten ohella myös itsesääntelyelinten kansainvälinen yhteistyö on tärkeää. Sitä varten tulee varmistaa toiminnan riittävä rahoitus ja resurssit.

*Itsesääntelyllä tarkoitetaan tässä muistiossa sääntelyä, joka ei ole viranomaisten laatimaa ja siten lain nojalla sitovaa. - - Yhteissääntely on itsesääntelyn muoto, jossa viranomainen joko antaa yhteissääntelyelimelle roolin tai osallistuu sen toimintaan. Ensin mainitusta yhteissääntelystä on esimerkkinä Keskuskauppakamarin yrityskauppala-autakunta. (S. 13.)*

Muistiossa on ilmeisesti käytetty termiä "itsesääntely" yläkäsitteenä, joka kattaa sekä aidon itsesääntelyn että yhteissääntelyn. Esitetty itsesääntelyn määritelmä eroaa alalla käytetystä määritelmästä.

Arvopaperimarkkinayhdistys määrittelee itsesääntelyn seuraavasti ([www.cgfinland.fi](http://www.cgfinland.fi) > Suositukset > Itsesääntelystä): "Itsesääntelyä voidaan pitää lainsäädäntöä täydentävänä oikeutena. Luonteenomaista itsesääntelylle on, että siinä mukana olevat yhteisöt itse

ohjaavat, valvovat ja tarvittaessa sanktioivat jäsentensä käyttäytymistä. Itsesääntely tarkoittaa yhtäältä niitä sääntöjä, jotka elinkeinoelämä on vapaaehtoisesti luonut sääntelemään yritysten toimintaa, mutta myös niitä koskevia valvontamekanismeja. Itsesääntely on luonteeltaan oikeudellista sääntelyä, joka kuitenkin toteutetaan varsinaisen säädösjärjestelmän ulkopuolella. Jos itsesääntely ei suoranaisesti perustu voimassa olevaan säädösjärjestelmään, voidaan puhua ns. aidosta itsesääntelystä.”

Arvopaperimarkkinayhdistys määrittelee yhteissääntelyn puolestaan seuraavasti ([www.cgfinland.fi](http://www.cgfinland.fi) > Suositukset > Itsesääntelystä): ”Yhteissääntelyä (co-regulation) voidaan kuvata lainsäädännön ja itsesääntelyn yhdistelmäksi, jossa julkisia tehtäviä on annettu yksityisoikeudellisen organisaation hoidettavaksi. Yhteissääntely on luonteeltaan lainsäädännön tukemaa itsesääntelyä, jossa lainsäädäntö määrittelee sääntelyn tavoitteet, tarvittavat aikarajat, valvontaa ja toteutusta. Pääosin ratkaisut, erityisesti keinot joilla tavoitteet toteutuvat, jäävät kuitenkin asianomaisille toimijoille itselleen. Näin ollen yhteissääntely on tietynlainen sekoitus normi- ja itsesääntelyä.”

Sekä aidon itsesääntelyn että yhteissääntelyn sitovuusaste ja käytännön toteutus voivat vaihdella suuresti. Arvopaperimarkkinayhdistyksen esittämissä määritelmissä aidon itsesääntelyn ja yhteissääntelyn luonteenomaisena erona voidaan pitää sitä, että yhteissääntelyssä toiminta perustuu joiltain osin *välittömästi* lainsäädäntöön ja aidossa itsesääntelyssä tällaista välitöntä kytköstä ei ole. Yhteissääntelyä ovat siten esimerkiksi yritys- ja kauppalautakunnan suositukset tai arvopaperipörssin säännöt. Aito itsesääntely on puolestaan syntynyt vapaaehtoisesti toimijoiden piirissä eikä sen sisältöä tai valvontaa säännellä miltään osin lainsäädännössä. Tästä huolimatta myös aidon itsesääntelyn ja lainsäädännön välillä on *välillinen* kytkös: koska laki on ensisijainen normilähde, tehokasta itsesääntelyä ei voi olla lailla säännellyissä asioissa.

Johdonmukaisuuden vuoksi tässä lausunnossa on seurattu muistion terminologiaa. Tässä lausunnossa itsesääntely viittaa siis sekä aitoon itsesääntelyyn että yhteissääntelyyn ja vastaavasti itsesääntelyelin viittaa sekä aitoon itsesääntelyyn perustuvaan elimeen että yhteissääntelyelimeen. Aito itsesääntely ja yhteissääntely on erotettu toisistaan vain, jos niiden välistä eroa on haluttu nimenomaisesti korostaa.

*Itsesääntelyn riskejä ovat esimerkiksi normien sitomattomuus, puuttuva tai epätyytyttävän kevyt sanktiointi, tulkinta- ja sanktiokäytäntöjen vähäisempi avoimuus, viranomaissääntelyä epäyhtenäisempi laatu ja vähäisempi yhdenmukaisuus muuhun sääntelyyn (s. 13).*

Sitovuus ja sanktiot liittyvät kiinteästi toisiinsa. Esimerkiksi yritys- ja kauppalautakunnan suositukset ja lausunnot ovat suositusluonteisia eikä lautakunnalla ole mahdollisuutta määrätä suoranaisia seuraamuksia. Tilanne on sama Ruotsissa Aktiemarknadsnämndenin osalta. Sen sijaan Isossa-Britanniassa Takeover Panelilla on mahdollisuus määrätä sanktioita sen antamien määräysten rikkomisesta.

Vaikka sitovuus ja seuraamukset liittyvät kiinteästi toisiinsa ja välittömien seuraamusten vähäisyys on itsesääntelyyn tyypillisesti liittyvä piirre, niin itsesääntelyn sitovuus on yleensä riittävää. Yritys- ja kauppalautakunnan tiedossa olevat kokemukset elinkeinoelämän itsesääntelytehtävistä tukevat väitettä, jonka mukaan itsesääntelyelinten ratkaisuja noudatetaan varsin hyvin. Markkinaosapuolet kokevat ne sitoviksi ja pääsääntöisesti toimivat niiden mukaisesti. Esimerkiksi arvopaperilautakunnan ja vakuutuslautakunnan ratkaisuja noudatetaan lähes poikkeuksetta.

Vaikka itsesääntelyssä itsessään ei määrättäisi seuraamuksista, itsesääntelyn rikkominen voi johtaa välillisiin seurauksiin. Esimerkiksi viranomaiset voivat joissain tilanteissa ryhtyä toimivaltansa puitteissa toimenpiteisiin, jos itsesääntelyelinten ratkaisuja ei noudateta. Rahoitustarkastus on vahvistanut, että hyvän tavan mukainen menettely ostotarjouksissa edellyttää yleensä muun muassa, että ostotarjouksen tekijä ja ostotarjouksen osapuolten neuvonantajina toimivat arvopaperinvälittäjät noudattavat yritys- ja kauppalautakunnan antamia

suosituksia ja lausuntoja. Lisäksi arvopaperivälittäjän ei tulisi toimia neuvonantajana ostotarjouksessa, jossa ei noudateta AML:n säännöksiä tai jossa toimitaan hyvän tavan vastaisesti. (Ks. Rahoitustarkastuksen standardi 5.2c ”Julkinen ostotarjous ja tarjousvelvollisuus” kohta 5(4).) Yrityskauppala-autakunta on puolestaan tulkinnut, että Rahoitustarkastus voi toimivaltansa puitteissa ryhtyä toimenpiteisiin, mikäli ostotarjouksen tekijä tai tämän neuvonantajana toimiva arvopaperinvälittäjä yksittäistapauksessa toimii hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti (TOC s. 8 ja lisäksi HE 6/2006 s. 53).

Itsesääntelyn sitovuus tyypillisesti vaihtelee. Itsesääntelyn luonteeseen on perinteisesti kuulunut vapaaehtoinen sitoutuminen ja ”yhteisten pelisääntöjen” noudattaminen ilman suoranaisia seuraamuksia. Kuitenkin itsesääntelyyn voidaan liittää myös seuraamuksia, jos se nähdään tarpeelliseksi itsesääntelyn noudattamisen tehostamiseksi. Sekä aidossa itsesääntelyssä että yhteissääntelyssä seuraamukset voivat olla sopimusperäisiä. Yhteissääntelyssä sitovuudesta ja seuraamuksista on myös mahdollista määrätä laissa.

Yrityskauppala-autakunnan suositusten sitovuutta korostaisi, jos arvopaperipörssi AML 6:17:n mahdollistamalla tavalla ottaisi suositukset osaksi sääntöjään. Arvopaperipörssin tai monenkeskisen kaupankäynnin sääntöjen kautta yrityskauppala-autakunnan suositukset saisivat sopimusperusteisen velvoittavuuden listattujen yhtiöiden osalta. Kolmannen, esimerkiksi ulkomaisen tarjouksentekijän velvollisuus noudattaa samoja sääntöjä on Ruotsissa ratkaistu siten, että ostotarjouksen tekemisen ehdoksi on asetettu laissa velvollisuus noudattaa markkinapaikan ostotarjouksia koskevia sääntöjä. Jatkovalmistelussa voitaisiin eräänä vaihtoehtona selvittää Ruotsissa käytössä olevan mallin käyttökelpoisuutta Suomessa soveltuvien osin ja ottaen huomioon, että eri markkinapaikoilla sääntelyn sekä sen tulkinnan ja soveltamisen on oltava yhdenmukaista.

Muistiossa yllä lainatussa kohdassa mainittuihin tulkinta- ja sanktiokäytäntöjen avoimuuteen sekä sääntelyn laatuun ja yhdenmukaisuuteen on kiinnitetty yrityskauppala-autakunnassa erityistä huomiota. Tältä osin yrityskauppala-autakunnan tiedossa ei ole sen toimintaa koskevia merkittäviä eroja suhteessa viranomaistoimintaan; tosin sanktiokäytännöt eivät kuulu yrityskauppala-autakunnan toimivaltaan.

## 7. Arvopaperimarkkinoiden valvonta (4.4)

### **Kysymys 5: Miten Rahoitustarkastuksen roolia tulisi mielestänne kehittää arvopaperimarkkinoiden valvonnassa edellä esitetystä lähtökohdista?**

Rahoitustarkastus on arvopaperimarkkinoita valvova viranomainen, mitä voisi korostaa kokonaisuudistuksen yhteydessä. Valvontaviranomaisen tehtävänä on lainsäädännön noudattamisen valvonta. Valvontatehtävää hoidettaessa on otettava huomioon myös itsesääntelyelinten toiminta.

Katso tästä myös lausunnon kohta 6.

*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 markkinatoiminnan käsitteltäväksi, sen on pyydettävä kuluttaja-asiamieheltä lausunto.” (S. 15.)*

Yhtiöoikeudelliset kysymykset eivät kuulu Rahoitustarkastuksen toimivaltaan. Rahoitustarkastus kuitenkin kohtaa osana arvopaperimarkkinoiden valvontaa asioita, joissa on yhtiöoikeudellisia piirteitä. Samankaltaisesti kuin kuluttajaviranomaisten kohdalla AML:ssa voitaisiin säätää, että jos Rahoitustarkastus havaitsee asian, joka voi kuulua yrityskauppala-autakunnan toimivaltaan, sen on ilmoitettava asiasta lautakunnalle. Koska yrityskauppala-autakunnalla ei ole nykyisten voimavarojen puitteissa mahdollisuutta valvoa markkinoiden

toimintaa samassa laajuudessa kuin Rahoitustarkastuksella, tällainen ilmoitusvelvollisuus edistäisi lautakunnan tehtävien suorittamista.

## 8. Arvopaperimarkkinalain rakenne (4.5)

**Kysymys 6: a) Mitkä osa-alueet tai asiakokonaisuudet AML:ssa olisi mielestänne esitettävä nykyistä selkeämmin erottuvina kokonaisuuksina ja miten?**

Ei lausuttavaa.

**Kysymys 6: b) Olisiko mielestänne AML:n säännösten suhdetta lähilakeihin muutettava?**

*Vaihtoehtoisesti AML voitaisiin jakaa useampaan lakiin (s. 17).*

Jos AML säilytetään yhtenä kokonaisuutena, voidaan turvata arvopaperimarkkinoita koskevien keskeisten säännösten selkeys ja johdonmukaisuus. Jatkovalmistelussa voitaisiin kuitenkin selvittää myös muita vaihtoehtoja.

AML:n uudistuksen yhteydessä voitaisiin tarkentaa AML:n tiedonantovelvollisuuksien suhdetta eräisiin OYL:n säännöksiin. Esimerkiksi yhtiökokouksessa tilinpäätöksen käsittelyn yhteydessä esitettävä katsaus yhtiön tulevaisuudennäkymiin sekä osakkeenomistajien kyselyoikeuden täyttäminen ovat aiheuttaneet tulkintatilanteita markkinoilla.

*OptL ja AML 10 luvun säännökset korvattaisiin AML:n yhtenäisellä ja selkeällä johdannais-sääntelyllä. - - Rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin mukaisten säännösten sijoittamista SipaL:n ja AML:n välillä arvioitaisiin uudelleen. (S. 18.)*

Yllä esitettyä kannattaa jatkovalmistella.

**Kysymys 6: c) Mitä mieltä olette edellä mainituista lain eri rakennevaihtoehdoista?**

Arviomuistiossa esitetty lain runko osajakoineen on sinällään hyvä pohja jatkovalmistelulle. Kuitenkin lain tarkoituksenmukainen rakenne voidaan ratkaista vasta säännösten sisällön perusteella.

### Muita huomioita

*Suomessa, toisin kuin monissa muissa EU:n jäsenvaltioissa, toimintakertomus on tilintarkastuksen kohteena kirjanpidon, tilinpäätöksen ja hallinnon ohella (s. 16).*

Toimintakertomuksen poikkeuksellisen aseman osalta tulisi harkita mahdollisuudet tilanteen yhtenäistämiseksi kansainvälisen käytännön kanssa.

## 9. Lain soveltamisala ja määritelmät (4.6)

**Kysymys 7: a) Onko voimassaoleva AML:n soveltamisala mielestänne toimiva?**

AML:n soveltamisala on sinällään riittävä. Soveltamisalaa koskevat säännökset ovat kuitenkin vaikeaselkoisia ja niitä tulisi selkeyttää.

*AML:n soveltamisalasäännös kirjoitettaisiin joko markkinoihin viittaavaksi tai soveltamis-alasäännös jätettäisiin kokonaan pois. - - yksittäisten säännösten soveltamisalat tulisi esittää kohdennetummin. - - Kokonaisuudistuksen yhteydessä AML:iin lisättäisiin uusia soveltamisalasäännöksiä - -. (S. 19).*

Yleisen soveltamisalasäännöksen jättäminen pois AML:n alusta voi aiheuttaa tarpeetonta epäselvyyttä, vaikka lain myöhempiin säännöksiin lisättäisiin erillisiä soveltamisalasäännöksiä. Esimerkiksi OYL:ssa käytetään lain laajuudesta johtuen useita informatiivisia kokoomasäännöksiä (vrt. esim. OYL 5:27.2 ja 5:30.1). Samanlaisen lainsäädäntötekniikan käyttämistä AML:ssa voisi harkita. Vaikka normatiivisesti tarpeettomia säännöksiä tulee lähtökohtaisesti välttää, laajassa laissa informatiiviset säännökset voivat olla perusteluja. Silloin AML 1 lukuun voisi edelleen jäädä lain soveltamisalaa koskeva yleinen säännös, jossa todettaisiin, että lakia sovelletaan AML:n soveltamisalaan kuuluviin kysymyksiin sen mukaan kuin jäljempänä säädetään, jollei muualla tässä laissa määrätä toisin.

*Lisäksi uudistuksessa täsmennettäisiin seuraavien AML:n kohdealueiden soveltamisalaa: - arvopapereihin, jotka ovat julkisen kaupankäynnin tai sitä vastaavan kaupankäynnin kohteina joko Suomessa tai muualla ETA-alueella (s. 19 - 20).*

Yllä mainittuun asiaan liittyy kysymyksiä, jotka kuuluvat yrityskauppala-autakunnan toimivaltaan. Yrityskauppala-autakunta toivoo, että sitä kuullaan nimenomaisesti, jos sen toimivaltaan kuuluviin säännöksiin valmistellaan muutoksia.

**Kysymys 7: b) Onko AML:ssa käytetyissä määritelmissä puutteita tai pitäisikö määritelmiä lisätä?**

Määritelmien ottaminen kootusti lain alkuun voisi helpottaa säännösten tulkintaa. Asiaa voitaisiin tarkastella jatkovalmistelussa.

**Kysymys 7: c) Tulisiko mielestänne edellä esitettyjä määritelmiä koskevia esimerkkejä jatkovalmistella?**

*EU-sääntelyn kanssa yhtenäisemmän käsitteistön käyttäminen lisäisi yhtenäisyyttä muun arvopaperimarkkinoita koskevaan sääntelyn kanssa sekä helpottaisi lakien kansainvälistä käytettävyyttä (s. 20).*

Määritelmien yhtenäistäminen EU-sääntelyn kanssa on hyvä lähtökohta uudistukselle. Yhtenäinen käsitteistö poistaa epäselvyyksiä sekä helpottaa lain tulkintaa ja soveltamista. Lisäksi se yksinkertaistaa säädöskäynnösten tekemistä. Asiaa voitaisiin tarkastella jatkovalmistelussa.

## 10. Oikeussuojakeinot (4.7)

**Kysymys 8: a) Ovatko AML:n oikeussuojasäännökset mielestänne selkeät ja toimivat?**

Arvopaperimarkkinaoikeudellisten kysymysten saattaminen tuomioistuimen tutkittavaksi voi olla käytännössä hankalaa useissa tapauksissa esimerkiksi oikeusprosessiin kuluvan ajan vuoksi. Tuomioistuinkäsittelyä joustavampi ja nopeampi itsesääntelyelimen suorittama käsittely on huomioitava osana oikeussuojasäännöksiä.

**Kysymys 8: b) Tulisiko mielestänne edellä esitettyjä ehdotuksia jatkovalmistella?**

Ei lausuttavaa.

## 11. Arvopapereita koskeva tiedonantovelvollisuus (5.1)

**Kysymys 9: a) Ovatko mielestänne arvopapereita ja rahoitusvälineitä koskevat tiedonantovelvollisuussäännökset toimivia edellä mainittujen sääntelyn tavoitteiden näkökulmasta?**

Vallitseva liputussääntely on johtanut tulkintaan, jonka mukaan julkisen ostotarjouksen hyväksynyt ja niiden mahdolliset perumiset tulee liputtaa ostotarjouksen julkistamisen yhteydessä ja ostotarjousaikana. Yrityskauppala-autakunta on esittänyt AML:n liputussäännöstä koskevan näkemyksensä Rahoitustarkastukselle (ks. yrityskauppala-autakunnan lausunto YKL 2006:2 s. 1). Siinä lautakunta on kannattanut Ruotsissa noudatettavaa käytäntöä, jossa liputtaminen tapahtuu kootusti tarjousajan päätyttyä.

Ostotarjousaikana annettujen hyväksyntöjen liputtaminen ei useinkaan anna todellista kuvaa tilanteesta, vaan liputukset voivat pikemminkin johtaa sijoittajia harhaan tarjouksen etenemisen suhteen. Yrityskauppala-autakunta esittää, että AML:a täydennettäisiin liputussääntöjen osalta lisäämällä sinne ostotarjousta koskeva poikkeussäännös, jonka mukaan liputusilmoitusta ei tarvitse antaa ostotarjousaikana.

*Avoimuusdirektiivin johdosta AML 2 lukuun lisättiin säännöksiä muun muassa tietojen julkistamis-, toimittamis- ja säilyttämistavoista - - Näihin kuuluvat muun muassa luonteeltaan yhtiöoikeudelliset säännökset AML 2:6 b ja 2:6 d §:ssä. (S. 22.)*

Yhtiöoikeudellisten säännösten tarkoituksenmukaista paikkaa tulisi harkita jatkovalmistelussa.

**Kysymys 9: b) Tulisiko edellä esitettyjen esimerkkien mukaisia ehdotuksia jatkovalmistella?**

*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. (S. 24.)*

Osakkeiden kokonaismäärällä on merkitystä eräissä osakeyhtiön päätöksentekotilanteissa. Jatkovalmistelussa voitaisiin selvittää tilannetta kansainvälisen vertailun avulla ja harkita sääntelyn yhdenmukaistamista.

*b) Liputusrajat. Julkisen kaupankäynnin kohteina olevien yhtiöiden omistuksen julkisuuden lisäämiseksi nykyinen omistussuosuuden ilmoittamiskynnys voitaisiin laskea esimerkiksi kahden tai kolmeen prosenttiin, eli avoimuusdirektiivin mukaisia vähimmäisrajoja alemmaksi. (S. 24.)*

Nykyisiä liputusrajoja voidaan pitää tiedonsaannin osalta riittävinä.

*Markkinoiden avoimuuden lisäämiseksi saattaisi olla perusteltua säätää osakkeenomistajalle liputusvelvollisuus myös 90 %:n lunastusrajan ylittyessä (s. 24).*

Liputusvelvollisuuden säätäminen 90 %:n omistussuosuusrajan ylittyessä parantaisi markkinaosapuolten tiedonsaantia.

OYL 18:1.1:n mukaan se, jolla on enemmän kuin yhdeksän kymmenesosaa yhtiön kaikista osakkeista ja äänistä (lunastaja), on oikeutettu käyvästä hinnasta lunastamaan muiden osakkeenomistajien osakkeet. Muistiossa on kuitenkin edellä mainitulla tavalla esitetty harkittavaksi AML 2:9:n liputussäännöksen muuttamista siten, että se ei enää koskisi osakkeiden kokonaismäärää. Tämän eron lisäksi osakkeenomistajan lähipiiriin kuuluvien tahojen ääniosuus huomioidaan eri tavoin AML:ssa (ks. AML 2:9.2) ja OYL:ssa (ks. OYL

18.1.2). Jos muutosta päätetään jatkovalmistella, liputusvelvollisuus tulisi selkeyden vuoksi harkita kytkettäväksi nimenomaan OYL 18:1:n mukaisen lunastusrajan ylittymiseen.

*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 (s. 25).*

Liputussäätelyn tulisi johtaa siihen, että vain tosiasialliset omistusmuutokset liputetaan. Turhat liputusilmoitukset tuovat sekaannusta markkinoille ja aiheuttavat markkinaosapuolille kustannuksia.

*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. (S. 25.)*

Liputusilmoituksen tekeminen viimeistään seuraavana kaupankäyntipäivänä on liikkeeseenlaskijoille käytännössä erittäin vaikeaa.

Jatkovalmistelussa voitaisiin selvittää tilannetta laajemman kansainvälisen vertailun avulla ja kerätä myös kokemuksia säännösten soveltamisesta. Selvitysten perusteella voisi harkita säätelyn yhdenmukaistamista.

*Valtiovarainministeriö on antanut asetuksen säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta, mutta ei jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta. Rahoitustarkastuksen standardeissa sekä arvopaperipörssin säännöissä on jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta koskevia määräyksiä ja ohjeita. - - Jatkovalmistelussa selvitetään, tulisiko valtionvarainministeriön antaa asetus liikkeeseenlaskijan jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta. (S. 23.)*

Jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen liittyvät tilanteet ovat moninaisia. Säätelyn lisääminen ei välttämättä selvennä yksittäistapauksissa esiintyvää epävarmuutta. Tällaisissa tilanteissa tulisi ottaa huomioon mahdollisuus tarkentaa asiaa itsesäätelyssä ja tapauskohtaisten kannanottojen kautta.

### **Kysymys 9: c) Miten esitesäännöksiä tulisi mielestänne kehittää?**

Ei lausuttavaa.

### **Muita huomioita**

AML 2:7.1:ssä määritellyn niin sanotun jatkuvan tiedonantovelvollisuuden mukaan julkisen kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijan on ilman aiheetonta viivytystä julkistettava ja toimitettava asianomaiselle julkisen kaupankäynnin järjestäjälle tiedoksi kaikki sellaiset päätöksensä sekä liikkeeseenlaskijaa ja sen toimintaa koskevat seikat, jotka ovat *omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun arvopaperin arvoon*. Toisaalta AML 5:1.1:n mukaan sisäpiirintiedolla tarkoitetaan julkisen kaupankäynnin tai monenkeskisen kaupankäynnin kohteena olevaan arvopaperiin liittyvää luonteeltaan täsmällistä tietoa, jota ei ole julkistettu tai joka muuten ei ole ollut markkinoilla saatavissa ja joka on *omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun arvopaperin arvoon*.

Vaikka sisäpiirintiedolta edellytetään AML 5:1.1:ssä täsmällisyyttä verrattuna AML 2:7.1:ään, niin mainittujen säännösten sama sanamuoto johtaa tulkintatilanteeseen tietoja julkistettaessa. Uudistuksen yhteydessä voisi selvittää, että liikkeeseenlaskijan julkistamia tietoja ei voida säännösten sanamuodon samankaltaisuudesta huolimatta aina pitää sisäpiirintietona ennen tietojen julkistamista. Liikkeeseenlaskija voi harkintansa mukaan julkistaa myös muita kuin sellaisia tietoja, joiden julkistamiseen sillä olisi velvollisuus jatkuvan tiedonantovelvollisuuden perusteella. Tällaiset tiedot eivät yleensä ole sisäpiirintietoa.

## 12. Pörssitoiminta ja monenkeskinen kaupankäynti (5.2)

### **Kysymys 10: Tulisiko arvopaperipörssistä ja monenkeskistä kaupankäyntiä koskevaa AML:n sääntelyä muuttaa edellä mainittujen sääntelyn tavoitteiden saavuttamiseksi?**

Markkinoiden luotettavuus edellyttää, että julkisen kaupankäynnin ohella myös monenkeskisen kaupankäynnin sääntely ja valvonta on riittävää. Itsesääntelyn kehittäminen erityisesti monenkeskisen kaupankäynnin sääntelyssä ja valvonnassa on kannatettavaa.

## 13. Arvopaperikauppa ja sijoituspalvelujen tarjoajat (5.3)

### **Kysymys 11: Ovatko AML 4 luvun ja muut sijoituspalvelun tarjoamista sekä arvopaperikauppaa koskevat säännökset mielestänne toimivia?**

*a) Yleisiä periaatteita ilmentävien säännösten tulee olla riittävän kattavia, jotta ne lisäävät sijoittajansuojaa ja ohjaavat itsesääntelyä. Luvussa olevat yleissäännökset, esimerkiksi hyvä tapaa koskeva AML 4:1 § ja kohtuuttomia sopimusehtoja koskeva 4:2 § eivät ole olleet arvioinnin kohteina vähään aikaan. Kuluttajansuojalain 2 luvun uudistaminen vuonna 2008 muuttaa säännöksiä, jotka ovat olleet alun perin näiden lainkohtien esikuvina. Tämä ja muu sijoituspalvelujen sääntelykehitys on otettava huomioon myös säännösten arvioinnissa. (S. 28.)*

Uudistuksen yhteydessä tulee arvioida, onko kuluttajansuojaoikeuden kanssa päällekkäisen sääntelyn ottaminen AML:iin ylipäättään tarpeellista. Katso lausunnon kohta 5, vastaus kysymykseen 3 c).

## 14. Selvitystoiminta (5.4)

### **Kysymys 12: Ovatko selvitystoimintaa koskevat AML 4 a luvun säännökset yleisesti toimivia ja mitkä ovat niihin liittyvät keskeisimmät muutostarpeet?**

Ei lausuttavaa.

## 15. Markkinoiden väärinkäyttöä ja sisäpiirirekisteriä koskevat säännökset (5.5)

### **Kysymys 13: a) Onko markkinoiden väärinkäyttöä koskeva sääntely AML:ssa mielestänne toimivaa?**

Sisäpiiritietoon liittyviä tulkintakysymyksiä on pyritty selkeyttämään Rahoitustarkastuksen ja Arvopaperimarkkinayhdistyksen yhteistyönä. Yhteistyön tuloksena muutettiin arvopaperipörssin sisäpiiriohjetta. Oikeuslähdeopillisten seikkojen johdosta myös lainsäätäjän on tarpeen harkita, tulisiko kysymys ottaa käsiteltäväksi jatkovalmistelussa.

Arvopaperipörssin sisäpiiriohjeessa on määritelty, milloin yrityskauppaa on viimeistään pidettävä hankkeena (Arvopaperipörssin säännöt, Sisäpiiriohje, kohta 7.3.1.2). Lainsäädännössä voisi tarkentaa, milloin yrityskauppaa on aikaisintaan pidettävä hankkeena.

Katso myös lausunnon kohta 11, muita huomioita.

### **Kysymys 13: b) Tulisiko mielestänne edellä esitettyjen esimerkkien mukaisia säännöksiä jatkovalmistella?**

Ei lausuttavaa.

## 16. Julkiset ostotarjoukset ja tarjousvelvollisuus (5.6)

### **Kysymys 14: a) Onko AML 6 luvun sääntely osto- ja lunastustarjouksista sekä yritys-kauppalautekunnasta ja tarjousasiakirjaa koskevan asetuksen sääntely mielestänne toimivaa?**

AML 6:8.2:n mukaan ensimmäisen tarjouksen hyväksynyt saa kilpailevan tarjouksen julkistamisen jälkeen perua hyväksymisensä ensimmäisen tarjouksen voimassaoloaikana. Markkinoilla on ollut epäselvyyttä siitä, miten mainittu säännös suhtautuu siviilioikeudellisiin kauppaa ja sen sitovuutta koskeviin periaatteisiin lähinnä siltä kannalta, oikeuttaako hyväksymisen peruuttaminen myös toteutetun kaupan purkamisen. Yrityskauppalautekunta on kiinnittänyt asiaan huomiota (ks. yrityskauppalautekunnan lausunto YKL 2006:1 s. 6 - 7 ja myös TOC s. 26). Katso myös lausunnon kohta 5, vastaus kysymykseen 3 b).

Edellä mainitusta yrityskauppalautekunnan lausunnosta YKL 2006:1 ilmenee myös muutamia muita julkisten ostotarjousten osalta epäselvyyttä aiheuttaneita kysymyksiä. Katso tarjousaikana tapahtuvien liputusten osalta myös tämän lausunnon kohta 11, vastaus kysymykseen 9 a). Lisäksi markkinoilla on ollut epäselvyyttä esimerkiksi siitä, voiko tarjouksen tekijä myydä tarjouksen kohteena olevan yhtiön osakkeita tarjousaikana. Tällaisten yksittäisten kysymysten selventämistä uudistuksen yhteydessä voisi harkita käytettävissä olevien mahdollisuuksien puitteissa esimerkiksi itsesääntelyä.

*AML 6:17 §:n nojalla perustettu yrityskauppalautekunta on toiminut syyskuusta 2006 alkaen. - - Lautakunnan toimintaedellytysten arvioimisen kannalta keskeisimmät kysymykset sääntelyssä ovat: toimivalta, kokoonpano- ja menettelyasiat, päätösten sitovuus sekä toiminnan kustannusten kattamista koskevat säännökset. (S. 33.)*

Yrityskauppalautekunta on toiminut syyskuusta 2006 lähtien. Toiminnan aikana on noussut esille eräitä kysymyksiä, joiden selventäminen olisi tarpeellista. Yrityskauppalautekunta pitää sitä koskevan sääntelyn kehittämistä tarpeellisena ja esittää seuraavassa näkemyksensä tärkeimmistä kehityskohteista.

*Kokoonpano.* AML 6:17.2:n mukaan yrityskauppalautekunnassa on puheenjohtaja, kaksi varapuheenjohtajaa sekä kahdeksan muuta jäsentä. Kullakin on puheenjohtajaa ja varapuheenjohtajia lukuun ottamatta henkilökohtainen varajäsen.

Markkinoiden luottamuksen säilyttämiseksi yrityskauppalautekunnan toiminnassa on ehdottoman tärkeää noudattaa tiukkoja esteellisyysääntöjä. Lautakunnan nykyinen jäsenmäärä on pienempi kuin sitä vastaavissa ulkomaisissa elimissä. Jäsenmäärä voi aiheuttaa yhdessä esteellisyysääntöjen kanssa joissain tilanteissa ongelmia päätösvaltaisuuden saavuttamisessa, jos päätös on tarpeen tehdä nopeasti.

Yrityskauppalautekunnan kokoonpanoa tulisi laajentaa. Laajentaminen voisi tapahtua esimerkiksi poistamalla jäsenten jaottelu varsinaisiin jäseniin ja varajäseniin sekä lisäämällä lautakunnan jäsenmäärää. Lautakunnan kokoonpano voisi olla esimerkiksi puheenjohtaja, kaksi varapuheenjohtajaa ja kaksikymmentä muuta jäsentä. Laajempi kokoonpano ja alla päätösvaltaisuuteen esitetyt muutokset voisivat lisäksi mahdollistaa lautakunnan toimimisen tarvittaessa jaostoissa.

*Päätösvaltaisuus.* AML 6:17.3:n mukaan yrityskauppalautekunta on päätösvaltainen, kun läsnä on puheenjohtaja tai varapuheenjohtaja tai kummankin ollessa esteellinen, tilapäiseksi puheenjohtajaksi valittu jäsen, sekä vähintään neljä muuta jäsentä.

Arvopaperimarkkinoiden toiminnan kannalta on tärkeää, että yrityskauppalautekunnan päätökset voidaan antaa nopeasti. Koska on mahdollista, että lautakunnan ratkaistavana olevaa yksittäistä tapausta joudutaan käsittelemään useammassa kuin yhdessä istunnossa ja jotkin asiaa ratkaisemaan nimetyt jäsenet voivat olla estyneitä saapumaan jatkoistuntoon vaadittavan käsittelyajan puitteissa, päätösvaltaisuuden varmistamiseksi asiaa käsittele-

mään on usein määrättävä lakisääteistä vähimmäispäätösvaltaisuutta laajempi kokoonpano. Lautakunnan nykyisen käytännön mukaan asiaa ratkaisemaan nimetään näistä syistä lähtökohtaisesti puheenjohtaja ja viisi muuta jäsentä.

Yrityskauppala-autakunnan päätöksenteon riittävän nopeuden varmistamiseksi lautakunnan päätösvaltaisuuden vähimmäisjäsenmäärää tulisi harkita supistettavaksi esimerkiksi kahdella jäsenellä. Tällöin lautakunta olisi päätösvaltainen, kun läsnä on puheenjohtaja ja vähintään kaksi muuta jäsentä. Esimerkiksi tuomioistuimet ja välimiesoikeus käsittelevät asioita yleensä kolmen jäsenen kokoonpanossa tai jopa tätä pienemmässä kokoonpanossa, mikä on katsottu riittäväksi. Lautakunta voisi muutoksen jälkeen työjärjestyksensä nykyistä joustavammin määrätä siitä, missä kokoonpanossa asioita käsitellään kunkin asian luonteen vaatimalla tavalla. Jos se nähdään tarpeelliseksi, laissa voidaan tarvittaessa asettaa yleisten suositusten antamista varten laajempi päätösvaltaisuusvaatimus.

Jos yrityskauppala-autakunnan päätösvaltaisuusvaatimusta verrataan joidenkin muiden Suomessa toimivien lautakuntien päätösvaltaisuusvaatimukseen, on otettava huomioon yrityskauppala-autakunnan käsittelemien asioiden luottamuksellisuus. Päätösvaltaisuusvaatimusta ei tule säätää kovinkaan laajaksi sisäpiirintiedon tehokkaan ja tarkoituksenmukaisen hallinnoinnin vuoksi.

*Kuuleminen ja tiedoksianto.* AML 6:17.3:n mukaan yrityskauppala-autakunnan jäsenen ja toimihenkilön virkavastuuseen sekä asioiden käsittelyyn lautakunnassa sovelletaan, mitä kauppakamarilain (878/2002) 6 §:n 1 momentissa säädetään. Tämän viittaussäännöksen perusteella yrityskauppala-autakunnan lakisääteiseen toimintaan sovelletaan hallintolakia (434/2003), kielilakia (423/2003) ja lakia viranomaisten toiminnan julkisuudesta (621/1999, jäljempänä ”julkisuuslaki”). Viranomaishallintoa varten laaditut säännökset voivat aiheuttaa tulkintatilanteita joissain yrityskauppala-autakunnan toimintaa koskevissa tilanteissa.

Arvopaperimarkkinoiden toiminnan kannalta on tärkeää, että yrityskauppala-autakunnan päätökset voidaan antaa nopeasti. Päätökset ovat suosituksia, joten niihin ei liity velvoittavien viranomaispäätösten kaltaista täytäntöönpanokelpoisuutta, seuraamuksia eikä myöskään sitä kautta vastaavia oikeusturvatarpeita. Tämän vuoksi voidaan painottaa nykyistä enemmän käsittelyn joutuisuutta edistäviä ratkaisuja. Lautakunnan toimintaa tehostaisi esimerkiksi se, että päätöksiä olisi mahdollista antaa tarvittaessa osapuolia kuulematta.

Yrityskauppala-autakunnan päätösten tiedoksiantoon hallintolain mukaisesti liittyy samoja kysymyksiä kuin yllä on todettu kuulemisesta. Sekä kuulemista että tiedoksiantoa koskevia hallintolain säännöksiä sovellettaessa on otettava huomioon, että lautakunnan käsittelemät asiat ovat usein sisäpiirisäännösten alaisia. Tiedon luovuttaminen tiedoksiannoin tai kuulemista varten ei ole joissain tapauksissa edes tarkoituksenmukaista.

Olisi tarpeellista selvittää tarkemmin lautakunnan toimintaa koskevien säännösten suhde hallintolain, kielilain ja julkisuuslain säännöksiin sekä tehdä sääntelyyn näitä koskevia tarkennuksia. Asioiden käsittelyä yrityskauppala-autakunnassa olisi mahdollista nopeuttaa esimerkiksi siten, että lautakunnan päätökset ja mahdollista kuulemista varten lähetettävät asiakirjat voitaisiin antaa asianosaisille tiedoksi sähköisesti (ks. esimerkiksi viestintämarkkinlain (393/2003) 138 a §). Jos nimenomainen säännös sähköisestä tiedoksi antamisesta on tarpeen myös yrityskauppala-autakunnan osalta, laissa voitaneen kuitenkin viitattua säännöstä yksinkertaisemmin säätää, että päätös voidaan antaa tiedoksi sähköisesti. Yrityskauppala-autakunnan päätöksiin ei nykyisellään liity samanlaisia oikeusvaikutuksia kuin edellä mainitussa säännöksessä tarkoitettuihin Viestintäviraston päätöksiin.

*Nykyinen toimivalta.* AML 6:17.1:n mukaan yrityskauppala-autakunta antaa hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisen edistämiseksi suosituksia ja lausuntoja, jotka koskevat kohdeyhtiön johdon toimintaa julkisessa ostotarjouksessa ja määräysvallan ylläpitämistä koskevia sopimusperusteisia rakenteita, tai joilla ohjataan yrityskauppatalanteissa noudatettavia yhtiöoikeudellisia menettelytapoja. Tämän lisäksi yrityskauppala-autakunnan suosi-

tukset voisivat koskea muitakin kuin listayhtiöitä (ks. HE 6/2006 s. 54). Yrityskauppala-autakunta ei kuitenkaan ole toistaiseksi antanut listaamattomia yhtiöitä suoranaisesti koskevia suosituksia, mutta yrityskauppala-autakunnan antamia suosituksia on tietävästi sovellettu listaamattomien yhtiöiden yritysjärjestelyihin. Mahdollisuus antaa listaamattomia yhtiöitä koskevia suosituksia ja lausuntoja ei ilmene AML 6:17:stä. Lain perusteluissa kuitenkin todetaan, että lautakunnalle määritelty toimivalta ei estä sitä antamasta lausuntoja myös muissa kysymyksissä joko itsesääntelyn puitteissa tai esimerkiksi Rahoitustarkastuksen pyynnöstä (ks. HE 6/2006 s. 51). Tämän toimivallan kirjaamista lakiin voisi harkita.

Lain perusteluissa (HE 6/2006 s. 52) todetaan, että yrityskauppala-autakunnalle ei ole tarkoitus perustaa Rahoitustarkastuksen toimivallan kanssa päällekkäistä toimivaltaa. Yrityskauppala-autakunta ja Rahoitustarkastus ovat pyrkineet yhteistyössä selkeyttämään toimivaltakysymyksiä. Yhteistyö on ollut hyvää. Yrityskauppala-autakunnan toimivaltaa koskevia kysymyksiä on kuitenkin tarpeen arvioida ja selkeyttää myös tältä osin siten, että yritys-järjestelyihin liittyvien yhtiö- ja arvopaperimarkkinaoikeudellisten säännösten noudattamisen valvontaa koskevat toimivaltasäännökset täydentävät toisiaan parhaalla mahdollisella tavalla. Katso tästä myös lausunnon kohta 6.

Yrityskauppala-autakunnan lakisääteisen toimivallan perustavaa AML:n säännöksen muotoilu voitaisiin yksinkertaistaa. Säännös voitaisiin kirjoittaa esimerkiksi siten, että yrityskauppala-autakunta antaa suosituksia hyvän arvopaperimarkkinatavan sisällöstä ja arvopaperimarkkinoihin liittyvistä yhtiöoikeudellisista kysymyksistä. Tämän lisäksi yrityskauppala-autakunta voisi antaa lausuntoja yksittäistapauksista. Lautakunnan käsityksen mukaan näin kirjoitettu säännös vastaisi pitkälti lautakunnan lakisääteisen toimivallan nykyistä tulkintaa, mutta olisi nykyistä säännöstä selkeämpi ja havainnollisempi.

Yrityskauppala-autakunnan mahdollisista uusista tehtävistä on lausuttu myöhemmin tässä lausunnossa.

*Valitusoikeus.* Jos valittaminen on erityisen säännöksen nojalla kielletty tai päätös ei ole valituskelpoinen, hallintolain 48 §:n mukaan päätökseen on sisällytettävä ilmoitus siitä, minkä säännöksen nojalla valittaminen ei ole mahdollista.

Yrityskauppala-autakunnan päätöksestä ei voi valittaa. Yrityskauppala-autakunnan lausunto on tältä osin pitkälti samanlainen suositus kuin kuluttajariitalautakunnan ratkaisu. Lausunto ei ole sitova, täytäntöönpanokelpoinen eikä oikeusvoimainen eli se sulje pois mahdollisuutta saattaa asia muun lainkäyttöelimen ratkaistavaksi. Laissa kuluttajariitalautakunnasta (8/2007) todetaan kuitenkin 20 §:ssä nimenomaisesti, että kuluttajariita-asiassa annettu lautakunnan päätös ei ole täytäntöönpanokelpoinen, eikä sillä ole tuomion oikeusvaikutuksia. Säännöksessä todetaan myös nimenomaisesti, että päätökseen ei saa hakea muutosta valittamalla.

Selvyyden vuoksi AML 6:17:ssä tulisi todeta, että yrityskauppala-autakunnan päätöksestä ei voi valittaa.

*Lautakunnan säännöt.* Keskuskauppakamari on vahvistanut yrityskauppala-autakunnalle säännöt. Sääntöjen olemassaolo oli itsestäänselvyys lakia säädettäessä, mutta ne on todettu vain lain perusteluissa (ks. HE 6/2006 s. 54). Sääntöjen mainitseminen laissa selkeyttäisi lähinnä sitä, että yrityskauppala-autakunnan lausunnon hakija on velvollinen noudattamaan lautakunnan sääntöjä. Laissa voitaisiin todeta esimerkiksi, että Keskuskauppakamari vahvistaa yrityskauppala-autakunnalle säännöt, joita hakijan on noudatettava.

*Tiedonsaantioikeudet.* Yrityskauppala-autakunnan tiedonsaantioikeuksia voitaisiin parantaa. Lautakunta on nykyisellään pääsääntöisesti julkisten tietojen ohella niiden tietojen varassa, jota hakija katsoo tarpeelliseksi antaa lautakunnalle. Lautakunnalla tulisi olla oikeus saada asianosaisilta ja Rahoitustarkastukselta salassapitosäännösten estämättä tehtäviensä

hoitamisen kannalta tarpeelliset tiedot. Nykyisellään RataL 36.1 §:ään on kirjattu ainoastaan Rahoitustarkastuksen oikeus antaa tarpeellisia tietoja yrityskauppalautekunnalle.

AML 6:3.1:n mukaan julkinen ostotarjous on annettava tiedoksi kohdeyhtiölle, pörssille ja Rahoitustarkastukselle. Lautekunnan tehtävien hoitamista tehostaisi se, että tieto julkisesta ostotarjouksesta annettaisiin myös yrityskauppalautekunnalle.

*Toiminnan rahoittaminen.* AML 6:17.3:n mukaan Keskuskauppakamari vastaa yrityskauppalautekunnan toiminnan kustannuksista ja vahvistaa puheenjohtajan, varapuheenjohtajien ja jäsenten palkkioiden perusteet. Keskuskauppakamarilla on oikeus periä maksu lautekunnan toiminnan järjestämisestä. Enimmillään maksujen tulee vastata toiminnan järjestämisestä aiheutuneita kustannuksia.

Vaikka laki ei suoranaisesti rajoita sitä, millaisia maksuja yrityskauppalautekunnan toiminnan järjestämisestä voidaan periä, toiminta on tarkoitettu rahoitettavaksi hakijoilta perittävien hakemusmaksuin. Lautekunta ei ole tähän mennessä julkistanut yhtään hakemusmaksun alaista lausuntoa. Lautekunta on noudattanut sääntöjensä sallimaa käytäntöä, että hakemusmaksuja ei ole peritty viranomaisilta, kuten Rahoitustarkastukselta, eikä sääntelyä koskevista lausunnoista.

Lautekunnan rahoitukseen on löydettävä kestävä ratkaisu tarvittaessa lainsäädäntömuutoksin. Lautekunnan toiminnan rahoittaminen nykyisellä rahoitusmallilla edellyttäisi hakemusten määrän merkittävää kasvua. Nykyisen mallin vaihtoehtona voitaisiin selvittää vertailukelpoisia kotimaisia tai kansainvälisiä käytäntöjä. Esimerkiksi Keskuskauppakamarin tilintarkastuslautekunnan toiminta rahoitetaan suurelta osin valvottavilta perittävien maksuin.

*Lautekunnan nimi ja käsitteiden muutokset.* Jatkovalmistelussa voitaisiin harkita, kuvaako yrityskauppalautekunnan nykyinen nimi parhaalla mahdollisella tavalla lautekunnan tehtäväkenttää. Aikoinaan lautekunnan nimeksi harkittiin esimerkiksi arvopaperimarkkinalautekuntaa, josta kuitenkin luovuttiin sekaannusten välttämiseksi.

AML 6:17.1:ssä käytetään sanoja suositus, lausunto ja ratkaisusuositus. Sanan ratkaisusuositus sijasta voitaisiin käyttää sanaa lausunto. Tämä yksinkertaistaisi käytettyjä käsitteitä ja vastaisi lautekunnan noudattamaa käytäntöä.

*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 (s. 34).*

Kyseisten vaatimusten voidaan katsoa seuraavaan OYL:n yleisperiaatteista. Lisäksi kyseisten vaatimusten voidaan katsoa olevan osa hyvää arvopaperimarkkinatapaa, jota koskevaa yleissäännöstä esitetään AML 1 lukuun.

Siinä määrin kuin edellä mainitulla viitataan ostotarjousdirektiivin 3 artiklassa mainittuihin periaatteisiin, ne on jo tuotu esiin itsesääntelyssä (ks. TOC s. 7). Tämä tarjoaa mahdollisuuden kehittää oikeustilaa yrityskauppalautekunnan suosituksin ja lausunnoin.

*b) Kokonaisuudistuksessa selvitetään, voidaanko yrityskauppalautekunnalle saada lisää markkina-aloitteisia lausuntoasioita ja edistettäisiinkö itsesääntelyroolia ja toiminnan tehokkuutta muuttamalla esimerkiksi lautekunnan toimivaltaa, menettely- tai päätösvaltaisuus-säännöksiä (s. 34).*

Yrityskauppalautekuntaa koskevan sääntelyn tavoitteena on muun muassa lisätä arvopaperimarkkinoita koskevien ratkaisujen läpinäkyvyyttä (ks. HE 6/2006 s. 52). Markkinaosapuolten tekemien hakemusten puuttumisen vuoksi tavoite ei ole toteutunut siitä huoli-

matta, että yrityskauppala-autakunta ja Rahoitustarkastus ovat julkisesti kehottaneet markkinaosapuolia pyytämään lautakunnan lausuntoja.

Lausuntoasioiden lisäämiseksi olisi harkittava sellaisia säännöksiä, jotka ohjaisivat epäselvät kysymykset yrityskauppala-autakunnan ratkaistavaksi. AML:ssa voitaisiin esimerkiksi säätää, että yrityskauppala-autakunnan suosituksista poikkeamisesta olisi pyydettävä lautakunnan lausunto. Epäselvien kysymysten saattaminen riippumattoman elimen ratkaistavaksi edistäisi markkinoiden läpinäkyvyyttä, sijoittajansuojaa ja osakkeenomistajien yhdenvertaista kohtelua. Lausuntoasioita voidaan lisätä välillisesti myös lautakunnan tehtäviä ja toimivaltuuksia laajentamalla.

#### **Kysymys 14: b) Miten AML 6 luvun mukaisia säännöksiä tulisi mielestänne jatkovalmistella?**

Yrityskauppala-autakunta toivoo, että sitä kuullaan nimenomaisesti sitä koskeviin säännöksiin valmisteltavista muutoksista. Osa muutoksista voitaisiin toteuttaa myös kokonaisuudistuksesta erillisenä hankkeena.

#### **Muita huomioita**

AML:n 6 luvun muuttamista koskevassa hallituksen esityksessä todetaan, että kauppamari-lain (878/2002) perustuslainmukaisuus tarjoaa tulevaisuudessa mahdollisuuden lisätä yrityskauppala-autakunnan ratkaisujen sitovuutta ja lautakunnan toimialaa (ks. HE 6/2006 s. 53). Asiaa tulisi tarkastella uudistuksen yhteydessä.

*Sisäpiiriasiat.* Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivissä 2003/6/EY sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista (markkinoiden väärinkäyttödirektiivi, "MAD") todetaan artiklassa 11(2), että jäsenvaltioiden *on perustettava* markkinatoimijoiden kanssa tehokkaita neuvoa-antavia järjestelyjä ja menettelyjä, jotka koskevat mahdollisia muutoksia kansalliseen lainsäädäntöön. Näihin järjestelyihin voi kuulua kuhunkin toimivaltaiseen viranomaiseen perustettavia neuvoa-antavia komiteoita, joissa olisi oltava edustettuina mahdollisimman hyvin eri markkinatoimijat, niin liikkeeseenlaskijat, rahoituspalvelujen tarjoajat kuin kuluttajat.

MAD:n johdanto-osassa (resitaalimerkintä 36) todetaan, että jäsenvaltioissa on erilaisia ja eri vastuualueita hoitavia toimivaltaisia viranomaisia. Tämä saattaa aiheuttaa sekaannusta talouden toimijoiden piirissä. Jokaisessa jäsenvaltiossa olisi nimettävä yksi toimivaltainen viranomainen, joka ottaisi kantaakseen ainakin lopullisen vastuun tämän direktiivin mukaisesti annettujen säännösten noudattamisen valvonnasta sekä kansainvälisestä yhteistyöstä. Tämä viranomainen olisi luonteeltaan hallinnollinen, mikä takaa riippumattomuuden talouden toimijoista ja estää eturistiriidat. Jäsenvaltioiden olisi kansallisen lainsäädännön mukaisesti varmistettava toimivaltaisen viranomaisen asianmukainen rahoitus. Tällä viranomaisella olisi oltava asianmukaiset kuulemisjärjestelyt kansalliseen lainsäädäntöön mahdollisesti tehtäviä muutoksia varten, kuten *neuvoa-antava komitea, joka koostuu liikkeeseenlaskijoiden, rahoituspalvelujen tarjoajien sekä kuluttajien edustajista*, jotta se olisi tietoinen näiden näkemyksistä ja huolenaiheista.

Yrityskauppala-autakunta on käsitellyt yrityskauppoihin liittyviä sisäpiirikysymyksiä TOC:ssa. Sisäpiiriasiat kuuluvat kuitenkin pääasiassa Rahoitustarkastuksen toimivaltaan. Jatkovalmistelussa voitaisiin selvittää, voidaanko yrityskauppala-autakuntaa hyödyntää MAD:n tarkoittamana neuvoa-antavana komiteana sisäpiirikysymyksiin liittyen.

*Poikkeusluvut.* Rahoitustarkastuksella on mahdollisuus myöntää poikkeuksia AML:n säännösten soveltamisesta AML:n poikkeuslupasäännösten perusteella. Esimerkiksi AML 6:15.1:n mukaan Rahoitustarkastus voi erityisestä syystä myöntää poikkeuksen AML 6 luvussa säädetyistä julkiseen ostotarjoukseen liittyvistä velvollisuuksista. Rahoitustarkastus

voi esimerkiksi myöntää poikkeuksen velvollisuudesta tehdä AML 6:10:n mukainen pakollinen ostotarjous.

Ruotsissa Finansinspektionen on delegoinut poikkeuslupien myöntämistä koskevan toimivaltansa suurelta osin yrityskauppala-autakuntaa pitkälti vastaavalle Aktiemarknadsnämndenille. Koska tätä menettelyä on tietyvästi pidetty Ruotsissa toimivana ratkaisuna, asiaa voitaisiin tarkastella myös Suomessa. Aktiemarknadsnämndenin käsittelemistä asioista huomattava osa liittyy poikkeuslupiin. Ruotsissa käytetty toimivallan delegointi ei kuitenkaan tietyvästi ole perustuslain nykyisen tulkinnan mukaan mahdollista Suomessa, joten yrityskauppala-autakunnan poikkeuslupien myöntämiseen liittyvistä tehtävistä olisi säädettävä lailla.

Kysymykseen voisi tulla luontevasti esimerkiksi poikkeuksien myöntäminen AML 6 luvun mukaisesta tarjousvelvollisuudesta, koska poikkeusluvan perusteen arviointi edellyttää usein yhtiöoikeudellisten seikkojen huomioimista. Lisäksi kysymykseen voisivat tulla esimerkiksi tarjousvastiketta koskevat poikkeukset, koska vastikkeen määrittelyyn liittyvät kannanotot kuuluisivat luontevasti markkinaosapuolista koostuvalle elimelle.

*Muita huomioita.* Uudistuksen yhteydessä voi nousta esille myös muita itsesääntelyn piiriin luontevasti kuuluvia asioita. Niiden osalta jatkovalmistelussa voitaisiin siinä tapauksessa selvittää, voidaanko yrityskauppala-autakuntaa hyödyntää kyseisissä tilanteissa.

*Uusien tehtävien rahoitus.* Yrityskauppala-autakunnan mahdollisten uusien tehtävien osalta on ratkaistava se, miten tehtävien hoitamisesta aiheutuvat kustannukset katetaan kestäväällä tavalla.

Keskuskauppakamarin hallitus on hyväksynyt 8.11.2006 Keskuskauppakamarin strategiset linjaukset vuosille 2007 - 2011. Linjausten mukaan Keskuskauppakamari ottaa hoitaakseen uusia julkisia tehtäviä ja itsesääntelytehtäviä, mikäli nämä tehtävät ovat elinkeinoelämän kannalta tärkeitä ja vastuu tehtävien hoitamisesta aiheutuvista kustannuksista ratkaistaan Keskuskauppakamaria tyydyttävällä tavalla.

*Yrityskauppala-autakunnan jäsenen ja toimihenkilön vastuuseen sekä asioiden käsittelyyn lautakunnassa muuten sovelletaan kauppakamarilain 6.1 §:n mukaan muun muassa hallintolaki (s. 33).*

Tässä on huomioitava, että kyseisiä säännöksiä sovelletaan vain hoidettaessa yrityskauppala-autakunnalle kuuluvia lakisääteisiä tehtäviä.

*Osto- ja lunastustarjouksia koskevan sääntelyn tulee turvata suomalaisiin julkisen kaupan käynnin kohteena olevia arvopapereita liikkeeseen laskeneisiin yhtiöihin sijoittaneiden osakkeenomistajien edut yritysostotilanteessa joutuisasti ja ennustettavasti (s. 33).*

Tässä yhteydessä on hyvä huomioida toimijoiden mahdollisuus pyytää yrityskauppala-autakunnalta ennakkollista lausuntoa ongelmallisesta tilanteesta.

## 17. Johdannaiset (5.7)

**Kysymys 15: a) Onko johdannaisia koskeva sääntely mielestänne tarpeellista ja toimivaa?**

Ei lausuttavaa.

**Kysymys 15: b) Tulisiko OptL:n säännökset yhdistää AML:n sääntelyyn ja jatkovalmistella edellä esitettyjä tai muita johdannaisia koskevia säännöksiä?**

Kaupankäynnistä vakioituilla optioilla ja termiineillä annetun lain (772/1988) säännösten yhdistäminen AML:iin on lähtökohtaisesti kannatettavaa. Asiaa kannattaa jatkovalmistella.

**18. Vahingonkorvausvastuu (5.8)**

Viitaten muistiossa esitettyyn yrityskauppala-autakunta ei lausu asiasta tässä vaiheessa.

**19. Arvopaperimarkkinalain rangaistussäännökset ja Rahoitustarkastuksen hallinnolliset sanktiot (5.9)**

**Kysymys 16: a) Tulisiko arvopaperimarkkinoihin kohdistuvien rikosten suojeltavia etuja ja asianosaiskelpoisuutta täsmentää tai muuttaa?**

Ei lausuttavaa.

**Kysymys 16: b) Ovatko mielestänne AML:n ja siihen pohjautuvien RL:n rangaistussäännösten tunnusmerkit ja soveltamisalat riittävän kattavia? Jos eivät, millaisia muutoksia olisi tehtävä?**

Ei lausuttavaa.

**Kysymys 16: c) Onko rikosoikeudellisten ja hallinnollisten seuraamusten välinen suhde arvopaperimarkkinarikoksissa ja -rikkomuksissa nykyään oikea ja toimiva?**

Muiden viranomaisten kuin tuomioistuinten määräämät hallinnolliset seuraamukset ovat vieraita suomalaiselle lainsäädäntöperinteelle ja oikeusjärjestelmälle. Jos kysymyksessä on rikos, asia olisi lähtökohtaisesti saatettava riippumattoman tuomioistuimen käsiteltäväksi. Jos kysymyksessä ei ole rikos, on viranomaisseuraamuksen määrääminen ylipäätään kyseenalaista. Itsesääntelyjärjestelmässä määrättävät seuraamukset perustuvat sopimusoikeudelliseen järjestelyyn, mutta viranomaisen määräämiltä maksuilta puuttuu tämä luonne.

Hallinnollisia seuraamuksia ei tulisi käyttää asioissa, jotka on kriminalisoitu ja kuuluvat siten tuomioistuinten tutkittaviksi. Tällaisia kysymyksiä ovat arvopaperimarkkinoilla esimerkiksi sisäpiirintiedon väärinkäyttö (rikoslaki (39/1889), jäljempänä "RL", 51:1) ja tiedottamisrikos (RL 51:5). Hallinnollisia seuraamuksia voitaisiin pitää hyväksyttävänä arvopaperimarkkinoiden erityispiirteiden vuoksi joissain näytöltään selvissä teknisluonteisissa rikkomuksissa, joihin ei liity tulkinnallista epäselvyyttä, kuten ilmoitusvelvollisuuksien laiminlyönneissä tai aikarajojen rikkomisessa.

Jos hallinnollisia seuraamuksia käytetään, niiden ja rikosoikeudellisen rangaistuksen välisessä suhteessa on noudatettava kahdenkertaisen rangaistuksen kieltoa (ne bis in idem).

**Kysymys 16: d) Pidätkö AML:n rangaistussäännösten esittämistapaa ja laki-  
viittauksia toimivina?**

Säännösten tulkinnan ja soveltamisen selkeyden vuoksi on johdonmukaista noudattaa rikosoikeudessa vakiintunutta sääntelytekniikkaa ja siirtää säännöksiä tarvittaessa RL:iin.

## 20. Organisointi ja jatkoaikataulu (6)

AML on keskeinen rahoitusmarkkinoita sääntelevä säädös. Sitä koskevan valmistelun tulee olla avointa, ja eri etutahoja on kuultava laajasti työn kuluessa. Laajan uudistustyön tehokkaan toteuttamisen sekä riittävän asiantuntemuksen ja eri etutahojen kattavan edustuksen varmistamisen kannalta voisi harkita useamman kuin yhden työryhmän perustamista.

Arvopaperimarkkinasääntelyssä on pyrittävä pitkäjänteiseen ja johdonmukaiseen arvopaperilainsäädännön kehittämiseen. Mahdollisuudet itsesääntelyn edistämiseen ja kehittämiseen on tutkittava huolellisesti sääntelyn eri vaiheissa.

Muistiossa esitetty aikatauluarvio on hyvä lähtökohta jatkovalmistelulle, vaikka se on verraten tiivis sääntelyn laajuus ja merkitys huomioiden. Uuden AML:n voimaantulon yhteydessä on tarpeen säätää riittävä siirtymäaika olennaisille muutoksille.

## 21. Johtopäätökset

Yrityskauppala-autakunta pitää AML:n kokonaisuudistusta tärkeänä ja tarpeellisena. Yrityskauppala-autakunta haluaa osaltaan kehittää suomalaisia arvopaperimarkkinoita, arvopaperimarkkinoiden sääntelyä ja erityisesti hyvää arvopaperimarkkinatapaa, ja on mielellään mukana arvopaperimarkkinasääntelyn uudistustyössä.

Arviomuistiossa esitetty muodostaa hyvän pohjan AML:n kokonaisuudistuksen jatkovalmistelulle.

Keskuskauppakamarin yrityskauppala-autakunta

Matti J. Sillanpää  
puheenjohtaja

Jaakko Turunen  
sihteeri

Lisätiedot: Lautakunnan sihteeri Jaakko Turunen  
jaakko.turunen@chamber.fi  
p. 040 552 7663

Lautakunnan sihteeri Sanna Suni  
sanna.suni@chamber.fi  
p. 045 7731 0998

*Keskuskauppakamarin yrityskauppala-autakunta on Keskuskauppakamarin yhteydessä toimiva itsenäinen lautakunta, joka antaa yrityskauppoja ja -järjestelyjä ohjaavia suosituksia. Lautakunta koostuu eri markkinaosapuolia edustavista asiantuntijoista. Lautakunnalta voi pyytää lausuntoa sen antamien suositusten tulkinnasta, hyvän arvopaperimarkkinatavan mukaisesta menettelystä tai yksittäisistä yhtiöoikeudellisista kysymyksistä. Lautakunta voi antaa lausuntoja myös lainsäädäntöön tai muuhun sääntelyyn liittyen. [www.yrityskauppala-autakunta.fi](http://www.yrityskauppala-autakunta.fi)*