

Juhlajulkaisu
Juhani Wirilander
1935 – 30/11 – 2005

Toimituskunta

Jarno Tepora
Mikko Tulokas
Pekka Vihervuori

Tilausosoite

Suomalainen Lakimiesyhdistys
Kasarmikatu 23 A 17
00130 Helsinki
p. (09) 6120 300
f. (09) 604 668
sly@lakimies.org
www.lakimies.org

© Suomalainen Lakimiesyhdistys ja kirjoittajat

Kannen kartat: Maanmittauslaitos
Kannen ja taiton suunnittelu: Heikki Kalliomaa
Juhani Wirilanderin valokuva s. 7 Foto-Jatta

ISSN 0356-7222
IBSN 915-855-248-7

Gummerus Kirjapaino Oy, Jyväskylä 2005

Jukka Mähönen

Moniportaiseen arvopapereiden säilytykseen liittyvistä oikeudellisista ongelmista

Johdanto

Arvopaperiomaisuuden tehokkaan vaihdannan eräs edellytys on paperimuotoisen arvopapereiden vaihdannan korvaaminen aineettomilla oikeuksilla. Kehitys on siis seurannut aiempaa maksuvälineitä koskenutta kehitystä: Vastaavalla tavalla kuin aineelliset maksuvälineet, ensisijaisesti jalometallikappaleet, ensi vaiheessa pysäytettiin välittäjinä toimineiden pankkien holveihin ja korvattiin niitä vastaan annetuilla todistuksilla, seteleillä, ja myöhemmin toteuttamalla maksuvälineiden siirrot puhtaasti pankkien tilinpidossa, keskittäen ne viime kädessä keskuspankeille, jotka ovat muuntaneet ne aineettomiksi oikeuksiksi ja siirtäneet nämä oikeudet yhdellä tai useammalla tasolla toimivien yksityisten pankkien nimissä pidettävään kirjanpitoon, arvopaperit on muunnettu aineettomiksi oikeuksiksi. Arvopaperit on pysäytetty suurten säilyttäjien, arvopaperikeskusten, haltuun, jotka ovat muuntaneet ne aineettomiksi oikeuksiksi, joko säilyttäen alkuperäiset fyysiset arvopaperit tai korvaten ne kokonaan aineettomilla oikeuksilla, tilimerkinnoilla, ”arvo-osuuksilla”. Nämä osuudet on puolestaan jaettu, edelleen pankkeja vastaavalla tavalla, erityisten välittäjien haltuun niiden omassa kirjanpidossaan pidettäväksi.¹

Tästä muutoksesta on seurannut väistämättä myös omaisuuteen kohdistuvien oikeuksien haltijoiden oikeuden luonteen muutos. Maksuvälineiden osalta tämä tarkoitti, että tallettajan oikeudessa ei ollut enää kysymys omistusoikeudesta metallikappaleisiin vaan saamisoikeudesta tiliä pitävää pankkia kohtaan.² Vastaavalla tavalla välittäjään kohdistuvan oikeuden luonne poikkeaa omistusoikeudesta paperimuotoisiin arvopapereihin. Tämän muutoksen merkitys korostuu rajat ylittävissä transaktioissa. Kun kyse on fyysisistä kappaleista, niin metalliesineistä kuin fyysisistä arvopapereista, niitä koskeviin oikeustoimiin on ainakin viimeisen sadanviidenkymmenen vuoden ajan sovellettu *lex rei sitae* -sääntöä eli esineen sijaintipaikan lakia.

¹ Ks. Guynn Randall D., *Modernizing Securities Ownership, Transfer and Pledging Laws* s. 16–25, A Discussion Paper on the Need for International Harmonization, Capital Markets Forum, Section on Business Law, International Bar Association 1996, saatavilla: <http://www.dpw.com/iba/modernization.pdf>; Arvopaperien moniportainen hallinta s. 19, Valtiovarainministeriön työryhmämuistioita 14/2002; Goode, Roy – Kanda, Hideki – Kreuzer, Karl with the assistance of Christophe Bernasconi (Permanent Bureau), *Explanatory Report on the Hague Securities Convention* s. 8–10, HCCCH Publications 2005, saatavilla: <http://hcch.e-vision.nl/> (Goode et al. 2005).

² Ks. Guynn 1996 s. 17–21; Arvopaperien moniportainen hallinta 2002 s. 19.

Luonnollinen lähtökohta oli rahan osalta siirtyä soveltamaan sen valtion lakia, jossa tilien kirjanpito pidettiin. Aineettoman arvopaperiomaisuuden osalta on siirrytty tai ollaan siirtymässä vastaavalla tavalla järjestelmään, jossa sovellettava laki määrittää välittäjän mukaan.³

Käsittelen tässä artikkelissa paperittoman arvopaperiomaisuuden oikeudellista luonnetta ja ennen kaikkea niitä eurooppalaisia ja kansainvälisiä hankkeita, joilla sitä koskevia sääntöjä pyritään harmonisoimaan. Artikkelin koostuu viidestä jaksosta. Johdantoa seuraavassa *toisessa* jaksossa kuvaan paperittoman arvopaperiomaisuuden suoran ja epäsuoran säilytyksen peruspiirteet ja -erot. *Kolmannessa* jaksossa tarkastelen tarkemmin suomalaista arvo-osuusjärjestelmää, ulkomaisia välillisen säilytyksen järjestelmiä sekä niitä oikeudellisia ongelmia, jotka liittyvät tilanteeseen, jossa tällaiseen järjestelmään liittyviä arvopapereita säilytetään Suomessa pidettävällä tilillä. *Neljännessä* jaksossa tarkastelen välillisen säilytyksen oikeussääntöjen kehittämissuunnitelmia sekä Suomessa, kansainvälisesti että EU-tasolla. Artikkelin päättää *yhteenveto*.

Artikkeli on luonteeltaan lähinnä esineoikeudellinen. On tietysti selvää, että aineetonta arvopaperiomaisuutta koskeva ongelma on siinä mielessä monitahoisempi kuin maksuvälineitä koskeva, että kyseessä eivät ole pelkästään välittäjien ja tilinhaltijoiden väliset suhteet, vaan mukaan tulee myös arvopaperit alun perin liikkeeseenlaskenut yhteisö. On siis ratkaistava, miten arvopaperiomaisuuteen liittyvät varallisuus- ja hallinnoimisoikeudet suhteessa liikkeeseenlaskijaan järjestetään. Olen kuitenkin tässä artikkelissa rajannut käsittelyn ulkopuolelle nämä kysymykset, jotka ovat luonteeltaan lähinnä yhtiö- ja arvopaperimarkkinaoikeudellisia. En käsittele näin ollen esimerkiksi loppusijoittajien osinko-oikeuksia liikkeeseenlaskijaa kohtaan enkä sitä, millä tavalla heidän osallistumisoikeutensa liikkeeseenlaskijan yhtiökokouksissa on järjestetty tai tulisi järjestää.

Arvopaperiomaisuuden suora ja epäsuora säilytys

Pohjoismaiset arvo-osuusjärjestelmät ovat siinä mielessä poikkeuksellisia instituutioita, että niissä arvopaperiomaisuus on saatettu paperittomaan muotoon (”dematerialisoitu”) arvopaperikeskuksessa pidettävien omistajatilien kautta.⁴ Tällaista järjestelmää voidaan kutsua suo-

³ Ks. yleissopimus välittäjän hallinnassa oleviin arvopapereihin liittyviin tiettyihin oikeuksiin sovellettavasta laista (Convention on the law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary), saatavilla: <http://hcch.e-vision.nl/>; ks. Goode et al 2005; ks. myös valtioneuvoston kirjelmä U 13/2004 vp eduskunnalle ehdotuksesta neuvoston päätökseksi (Haagin yleissopimus välittäjän hallinnassa oleviin arvopapereihin sovellettavasta laista); lakivaliokunnan lausunto LaVL 4/2004 vp – U 13/2004 vp valtioneuvoston kirjelmästä ehdotuksesta neuvoston päätökseksi (Haagin yleissopimus välittäjän hallinnassa oleviin arvopapereihin sovellettavasta laista). Ks. myös Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2002/47/EY rahoitusvakuusjärjestelyistä 9 artiklan lainvalintasäännös, 6.6.2002, EYVL L 168, 27.6.2002, s. 43. Direktiivi saatettiin voimaan Suomessa rahoitusvakuuslailla (11/2004). 9 artiklasta ei kuitenkaan aiheutunut tarvetta muuttaa Suomen lakia. Haagin lainvalintakonventiosta ja rahoitusvakuusdirektiivin 9 artiklasta ks. Mähönen Jukka, Uusi rahoitusvakuuksia koskeva lainsäädäntö – eräitä näkökohtia vakuusdirektiivin täytäntöönpanosta Suomessa s. 110–111, teoksessa Tammi-Salminen Eva (toim.), Omistus, sopimus, vaihdanta. Juhlakirja Leena Kartiolle s. 103–121, Turku 2004.

⁴ Afrell Lars – Wallin Norman Karin, Direct or Indirect Holdings – a Nordic Perspective s. 278, Uniform Law Review/Revue de droit uniforme 1/2/2005 s. 277–284.

raksi tai välittömäksi säilytykseksi (*direct holding*). Esimerkkinä suorasta säilytyksestä on Suomen vuonna 1991 käyttöön otettu arvo-osuusjärjestelmä, jota koskevat perussäännökset ovat laeissa arvo-osuusjärjestelmästä (826/1991, AOJL) ja arvo-osuustileistä (827/1991, AOTL). Suomalaisessa arvo-osuusjärjestelmässä fyysiset arvopaperit on korvattu arvo-osuustileille tehtävillä merkinnöillä. Arvo-osuustili on osakkeita ja muita sähköiseen muotoon eli arvo-osuuksiksi muutettuja arvopapereita varten avattava arvopaperien säilytystili.⁵ Arvo-osuustileille, joiden pitäminen on keskitetty vuodesta 2000 lähtien Suomen Arvopaperikeskus Oy:lle (APK)⁶, voidaan kirjata arvopaperimarkkinalain (495/1989, AML) 1 luvun 2.1 §:ssä mainitut osakkeet, osuudet ja muut oikeudet, jotka on liitetty arvo-osuusjärjestelmään, mutta joista ei annetta osakekirjaa, velkakirjaa tai muuta oikeuden olemassaoloa tai sisältöä koskevaa fyysistä arvopaperia. (AOJL 2–3 §.)⁷ Kaikkien sellaisten yhtiöiden, joiden osake on otettu julkisen kaupankäynnin kohteeksi, on liityttävä arvo-osuusjärjestelmään, ellei rahoitustarkastus erityisestä syystä myönnä poikkeusta (AOJL 25.1 §). Muun arvopaperin liittämistä arvo-osuusjärjestelmään päättää liikkeeseenlaskijan hakemuksesta arvopaperikeskus (AOJL 26.1 §).

Pääsääntö on, että kullakin yksittäisellä sijoittajalla on oma tili APK:ssa. Arvo-osuustilille on lähtökohtaisesti merkittävä tieto tilinhaltijasta sekä muista tilille kirjattuihin arvo-osuuksiin kohdistuvien oikeuksien, esimerkiksi vakuusoikeuden, haltijoista (AOTL 2.1 §:n 1 kohta). APK:ssa on lisäksi pidettävä oikeudenhaltijaluetteloa arvo-osuustilille kirjattuihin arvo-osuuksiin kohdistuvien oikeuksien haltijoista (AOTL 3 §).

Vaikka kirjaukset tehdään suoraan APK:n tilille, sijoittajat eivät toimi välttämättä suoraan APK:n kanssa. Sijoittajan on näet käytettävä apunaan erityistä tilinhoitajayhteisöä, joista yksi on APK itse⁸. Arvo-osuustililtä on käytävä ilmi, minkä tilinhoitajayhteisön hoidossa kyseinen tili on (AOTL 2.3 §). Tilinhoitajayhteisöt ovat yhteisöjä, joille on myönnetty oikeus tehdä kirjauksia arvo-osuusrekisteriin (AOJL 2 b.1 §). Tilinhoitajayhteisöjä on tällä hetkellä kymmenen.⁹

Säännökset kuvastavat pohjoismaisen arvo-osuusjärjestelmän tärkeintä peruspiirrettä: yksittäisellä sijoittajalla on *oikeus* saada kirjatuksi hallitsemansa arvo-osuudet omalla nimellään omalle arvo-osuustililleen. Näin tiliasiakkaaksi APK:n tilinhoitajayhteisöön voi ryhtyä jokainen yksityishenkilö tai yhteisö, joka sitoutuu noudattamaan tilisopimusta ja suorittaa arvo-osuustiliin liittyvät maksu- ja muut velvollisuudet.¹⁰ Tili on sijoittajan omaisuutta ja sille kir-

⁵ Suomen Arvopaperikeskuksen käyttämä määritelmä; ks. <http://www.apk.fi/>.

⁶ APK on Ruotsin arvopaperikeskuksen VPC AB:n kokonaan omistama tytäryhtiö. VPC:n pääomistajia ovat puolestaan Svenska Handelsbanken, Nordea Bank Sverige, Skandinaviska Enskilda Banken ja FöreningsSparbanken sekä OMX AB; ks. <http://www.apk.fi/>.

⁷ Vuoteen 2000 asti arvo-osuustilejä pitivät tarkoitusta varten toimiluvan saaneet talletuspankit, arvopaperinvälittäjät ja muut yhteisöt erityisissä arvo-osuusrekistereissä.

⁸ Suomen Arvopaperikeskus – asiakastilipalvelut.

⁹ Suomen Arvopaperikeskus – asiakastilipalvelujen lisäksi Aktia Säästöpankki Oyj, eQ Pankki Oy, Evli Pankki Oyj, Nordea Pankki Suomi Oyj, Nordnet Securities Bank Ab, Osuuspankkikeskus-OPK Osuuskunta, Sampo Pankki Oyj ja OMX Securities Services Oy Ltd; ks. <http://www.apk.fi/543.html> sekä 13.5.2005 lukien Svenska Handelsbanken AB (julk), Suomen sivukonttoritoiminta (Handelsbanken); ks. <http://www.apk.fi/files/SHBaloitus.pdf>.

¹⁰ Ks. <http://www.apk.fi/536.html>.

jattuja arvo-osuuksia kohdellaan oikeudellisesti kuten fyysisiä arvopapereita (ks. tarkemmin jäljempänä jakso Suomalainen arvo-osuusjärjestelmä).

Tällaisesta suorasta säilytyksestä on erotettavissa arvopapereiden moniportainen eli epä-suora tai välillinen säilytys (*indirect holding*), jolla tarkoitetaan sellaista arvo-osuusjärjestelmää, jossa arvopapereita ei säilytetä eikä arvo-osuustilejä pidetä omistajakohtaisesti kansallisen tai kansainvälisen arvopaperikeskuksen järjestelmässä, vaan arvopaperikeskuksen osapuolten järjestelmässä. Tällaisessa järjestelmässä arvopaperiomaisuuden lopulliset omistajat eivät ilmene suoraan arvopaperikeskuksen tileistä. Arvo-osuuksien omistusten hallinta-, siirto- ja panttausjärjestelmän ylimmällä tasolla toimiva arvopaperikeskus on suorassa sopimussuhteessa lähtökohtaisesti ainoastaan arvo-osuuksien liikkeeseenlaskijoiden ja erikseen määriteltyjen muiden osapuolten kanssa. Ylimmän tason järjestelmän osapuolet, yleensä pankit, hallinnoivat arvopaperikeskuksessa säilytettäviin arvopapereihin kohdistuvia oikeuksia alikirjanpidossaan. Kutsun tässä artikkelissa tällaisia säilyttäjiä *päävälittäjiksi*.

Lopulliset oikeudenhaltijat eivät ole välttämättä suorassa sopimussuhteessa edes päävälittäjän kanssa. Tyypillisesti päävälittäjien asiakkaina on näet muita välittäjiä, ”alivälittäjiä”, jotka säilyttävät arvopaperiomaisuutta omassa alikirjanpidossaan varsinaisten sijoittajien lukuun. On siis tyypillistä, että lopullisten sijoittajien omistusoikeus arvo-osuuksiin ilmaistaan vain sen alivälittäjän kirjanpidossa, johon sijoittajalla on suora yhteys. Päävälittäjä, joka on suorassa sopimussuhteessa arvopaperikeskukseen, säilyttää omaisuutta lisäksi tyypillisesti yhteistilillä arvopaperikeskuksessa. Alivälittäjät jakavat päävälittäjän yhteistilillä olevan arvopaperiomaisuuden lopullisten sijoittajien omistusoikeuksien suhteessa.

Pohjoismaisessa arvo-osuusjärjestelmässä on myös välillisen hallinnan elementtejä. Esimerkiksi suomalainen arvo-osuusjärjestelmä voi liittyä moniportaiseen säilytykseen kahdella eri tavalla, yhtäältä erityisien omaisuudenhoitotilien kautta, toisaalta arvo-osuusjärjestelmään kirjatun ulkomaisen arvopaperiomaisuuden kautta.

Poikkeuksena sääntöön, jonka mukaan lopulliset oikeudenomistajat ovat myös tilinhaltijoita, ovat omaisuudenhoitotileillä olevat arvo-osuudet (AOTL 5 a §). Ulkomaisen omistajan, niin fyysisen henkilön, yhteisön kuin säätiönkin, arvo-osuudet voidaan kirjata omaisuudenhoitotilille, jota hallitsee tilille kirjattu tilinhaltija toimeksiannon nojalla toisten lukuun. Omaisuudenhoitotilille saadaan kirjata yhden tai useamman ulkomaisen omistajan arvo-osuuksia. Omaisuudenhoitotilien tilinhaltijat ovat tyypillisesti välittäjiä ulkomaisissa välillisen hallinnan järjestelmissä. Omaisuudenhoitotilin tilinhaltija toimii tällöin moniportaisen säilytysjärjestelmän päävälittäjänä, joka jakaa omaisuudenhoitotilillä olevan arvopaperiomaisuuden kanssaan sopimussuhteessa olevien alivälittäjien kesken. Tällaista järjestelyä voidaan kutsua *epäsuoraksi linkiksi* ulkomaiseen arvopaperikeskukseen.¹¹

Toisaalta ulkomainen arvopaperi voidaan liittää arvo-osuusjärjestelmään siten, että APK avaa itselleen yhteistilin ulkomaisessa arvo-osuusjärjestelmässä jakaen sen omassa järjestelmässään loppusijoittajien hallinnassa oleville tileille. Poikkeuksena ulkomaalaisvaatimukseen

¹¹ Afrell – Wallin Norman 2005 s. 279.

on näet tilanne, jossa tilinhaltija on AOJL:n 16 §:ssä tarkoitettu ulkomainen kansallinen ja kansainvälinen arvo-osuusrekisteri, arvopaperien selvitys- ja talletuslaitos tai arvopaperikeskus. Tällaiselle omaisuudenhoitotilille saadaan kirjata myös Suomen kansalaisen tai suomalaisen yhteisön tai säätiön omistamia arvo-osuusmuotoisia joukkovelkakirjaosuuksia ja johdannaisia (AOYL 26 a.2 §, AOJL 4.2 §, arvopaperimarkkinalain [495/1989] 1 luvun 2.1 §:n 2, 4 ja 6 kohdat). Tällöin on kysymys suorasta linkistä APK:n ja ulkomaisen arvopaperikeskuksen välillä ja APK toimii itsessään tällöin päävälittäjänä ulkomaisessa järjestelmässä.¹² Suoria linkkejä APK:n ja ulkomaisten arvopaperikeskusten välillä kutsutaan termillä Elink.¹³

Näitä tilejä ei käsitellä varsinaisina arvo-osuustileinä vaan ne ovat luonteeltaan asiakasvarojen arvopaperitilejä. Tältä osin tilit vastaavat edellä kuvattuja AOTL 5 a §:n mukaisia omaisuudenhoitotilejä arvo-osuusjärjestelmässä.¹⁴ Tällaisista arvopaperitileistä on erotettava ”aidot” ulkomaisia arvopapereita koskevat arvo-osuustilit, jotka on muodostettu ulkomaisen liikkeenlaskijan liittäessä liikkeeseenlaskemiaan arvopapereita suoraan APK:n arvo-osuusjärjestelmään. Tällaisia arvo-osuuksia kohdellaan kuten suomalaisten liikkeeseenlaskijoiden liikkeenlaskemia arvo-osuuksia (AOJL 26 b.2 ja 3 §).

Dematerialisoidun arvopaperiomaisuuden esineoikeudellinen luonne *de lege lata*

Suomalainen arvo-osuusjärjestelmä

Arvo-osuusjärjestelmään liitetyt arvo-osuudet ovat aidosti paperittomia arvopapereita. Järjestelmän idea on näet siinä, että fyysisen arvopaperin hallintaan ja hallinnan siirtoon liitetyt oikeusvaikutukset on korvattu tilikirjaukseen liitetyillä oikeusvaikutuksilla. Fyysiset arvopaperit menettävät arvo-osuusjärjestelmään siirrettäessä arvopaperin luonteensa. Näin esimerkiksi liitettäessä osakeyhtiön osakkeet arvo-osuusjärjestelmään osakekirjat on toimitettava jollekin tilinhoitajayhteisölle omistusoikeuden kirjaamista varten. Osakkeenomistajan on omistusoikeutensa kirjaamisen yhteydessä luovutettava osakekirja tilinhoitajayhteisölle, jonka on varustettava se merkinnällä osakkeiden liittämistä arvo-osuusjärjestelmään (osakeyhtiölain [734/1978, OYL] 3 a luvun 2.1 §). Niitä osakkeenomistajia varten, jotka eivät ole tällä tavalla toimittaneet osakekirjaansa tilinhoitajayhteisölle omistusoikeuden kirjaamista varten, avataan APK:ssa yhteinen arvo-osuustili, jonka tilinhaltijaksi merkitään yhtiö ilmoittautumatta jääneiden osakkeenomistajien lukuun (OYL 3 a luvun 3.1 §). Kyseessä ei ole kuitenkaan välillisen säilytyksen mukainen yhteistili, koska sillä, joka esittää selvityksen oikeudestaan yhteiselle arvo-

¹² Afrell – Wallin Norman 2005 s. 279.

¹³ APK:lla on Elinkit seuraavien ulkomaisten arvopaperikeskusten kanssa: Clearstream Banking AG (Saksa), Clearstream Banking Frankfurt AG:n kautta SEGA Intersettleen (Sveitsi), Euroclear France (Ranska), Euroclear Netherlands (Alankomaat) ja VPC AB (Ruotsi); ks. <http://www.apk.fi/547.html>. Elinkistä tarkemmin ks. OMX Exchanges Oyj: Elink – tehokas ja luotettava ratkaisu hoitaa selvitys ja säilytys kansainvälisillä arvopaperimarkkinoilla, saatavilla: [http://www.apk.fi/files/Elink-esite\(1\).pdf](http://www.apk.fi/files/Elink-esite(1).pdf).

¹⁴ HE 127/1998 vp, yksityiskohtaiset perustelut AOJL 26 b §:n kohdalla.

osuustilille kirjattuihin osakkeisiin sekä asianomaiset osakekirjat, on oikeus vaatia oikeutensa kirjaamista omista nimissään (3.3 §).

Arvo-osuustili on sijoittajan omaisuutta ja sille kirjattuja arvo-osuuksia kohdellaan oikeudellisesti kuten fyysisiä arvopapereita.¹⁵ Näin suomalaisessa arvo-osuusjärjestelmässä on järjestetty arvo-osuuksien väitesuoja (AOTL 28 §), maksusuoja (AOTL 29 §) sekä saanto- ja vaihdantasuoja (AOTL 26 §) fyysisten arvopapereiden tavoin. Arvo-osuusjärjestelmällä on positiivinen ja negatiivinen julkinen luotettavuus: yhtäältä vilpittömässä mielessä oleva henkilö on oikeutettu luottamaan siihen, että arvo-osuustilille kirjatut oikeudet ovat päteviä ja toisaalta vilpittömässä mielessä olevalla on oikeus luottaa siihen, ettei tilille kirjaamattomia oikeuksia ole olemassa (AOTL 28 §).

Välillisen säilytyksen järjestelmät

Välillisessä säilytyksessä arvopaperiomaisuus (fyysiset arvopaperit) on tyyppillisesti pysäytetty arvopaperikeskukseen. Fyysisiä arvopapereita ei kuitenkaan mitätöidä, vaan ne säilötään arvopaperikeskuksen holveihin. Arvopaperikeskus ainoastaan kirjaa säilytyksessään olevat arvopaperit arvo-osuuksiksi tilinpidossaan. Tässä suhteessa järjestelmä muistuttaa tilannetta, jossa (keskus)pankki muuntaa hallinnassaan olevat jalometallikappaleet oikeudeksi tilillä olevaan rahamääräiseen arvoon. Arvo-osuuksia ei kuitenkaan kohdella erityisesineinä vaan lajiesineinä. Arvopaperikeskus kokoaa tietynlajiset arvopaperit (esimerkiksi A-yhtiön B-osaketta). Päävälittäjät jakavat näin määritellyn arvopaperiomaisuuden omille yhteistileilleen.

Edellä mainittu on vain yleiskuvaus välillisen säilytyksen järjestelmästä. Järjestelmät poikkeavat oikeusjärjestyksittäin.¹⁶ Joissakin järjestelmissä, kuten Saksassa, arvopaperiomaisuus on ainoastaan pysäytetty, jolloin loppusijoittajalla on lähtökohtaisesti erottamisoikeus yhteissäilytykseen kohdistuvaa omistusoikeuttaan vastaavaan määrään arvopaperikeskuksessa (Clearstream Banking AG) säilytettäviin fyysisiin arvopapereihin.¹⁷ Eräissä järjestelmissä, kuten Ranskassa, fyysiset arvopaperit on kokonaan dematerialisoitu, jolloin varsinainen arvopaperiomaisuus ilmenee ainoastaan päävälittäjien ja liikkeeseenlaskijoiden tileistä arvopaperikeskuksessa (Euroclear France).¹⁸

Lopullisten sijoittajien oikeudet yhteistilillä olevaan arvopaperiomaisuuteen ovat tyyppillisesti oikeudelliselta luonteeltaan joko kappalemääräisiä yhteisomistusoikeuksia (*Miteigentum*

¹⁵ Ks. Afrell – Wallin Norman 2005 s. 279.

¹⁶ Ks. esim. Goode et al 2005 s. 10; Explanatory Notes to the Preliminary Draft UNIDROIT Convention on Harmonised Substantive Rules regarding Securities Held with an Intermediary prepared by the UNIDROIT Secretariat 2.1 kohta, Study LXXVIII – Doc. 19, December 2004, saatavilla: <http://www.unidroit.org/english/workprogramme/> (Explanatory Notes).

¹⁷ Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren (BGBl. I 1995 s. 35–42, DepotG) 7(1) ja 8 §. Todellisuudessa suurin osa fyysisistä arvopapereista säilytetään yhden fyysisen arvopaperin muodossa, jolloin tällaista oikeutta ei ole, ks. DepotG 9 a(3) §. Ks. esim. Einsele Dorothee, Modernising German Law: Can the UNIDROIT Project on Intermediated Securities Provide Guidance? s. 251, Uniform Law Review/Revue de droit uniforme 1/2/2005 s. 251–261; Than Jürgen, The Preliminary Draft UNIDROIT Convention and Capital Market Practice in Germany s. 263, Uniform Law Review/Revue de droit uniforme 1/2/2005 s. 263–270.

¹⁸ Ks. Explanatory Notes 2.3.2 kohta.

nach Bruchteilen) kuten Saksan¹⁹ ja Ranskan²⁰ laissa tai omistusoikeudesta erillisiä erityisiä *sui generis* -oikeuksia (*securities entitlement*) kuten Yhdysvaltojen mallilaissa²¹. Tällöin he ovat suojattuja välittäjän konkurssivelkojia vastaan. Toisaalta Englannin lain mukaan välittäjää pidetään *trust*-instituution mukaisena trusteeena, joka omistaa arvopaperiomaisuuden mutta hoitaa yhteistiliä lopullisten sijoittaja-edunsaajien lukuun. Sijoittajilla on separatistien oikeudet välittäjän konkurssipesässä. Oikeustila on kuitenkin epäselvä esimerkiksi tappiojakoa koskevien säännösten osalta.²² Financial Law Markets Committee (FMLC) on ehdottanut vuonna 2004 periaatteita, joilla moniportaisen säilytyksen säännökset uudistettaisiin.²³ Esimerkiksi Belgian laissa sijoittajan oikeus on luonteeltaan yhteisomistusoikeus yhteistiliin.²⁴ Välittäjän insolvenssissa sijoittajalla on revindikaatio-oikeus.²⁵

Oikeusjärjestyksissä on myös eroja sen suhteen, mikä on ratkaiseva tili määriteltäessä sijoittajan oikeudet. Yleensä oikeudet määrittyvät sen välittäjän tilinpidosta, jossa sijoittaja pitää arvopaperitiliään. Sen sijaan Ranskassa välittäjien tileillä olevan arvopaperiomaisuuden täytyy täsmätä arvopaperikeskuksessa olevien arvo-osuuksien kanssa. Mikäli ne eivät täsmäisi, sijoittajat menettävät oikeutensa yhteissäilytyksessä olevaan arvopaperiomaisuuteen. Arvopaperikeskuksen tili siis ”ajaa yli” välittäjän tilin.²⁶

Välillinen säilytys Suomessa

Myös Suomessa suunniteltiin 1980-luvulla järjestelmää, jossa fyysiset arvopaperit olisi pysäytetty erityiseen arvopaperien talletuslaitokseen, APC-Keskus Oy:öön. Tarkoituksena oli, että se olisi säilyttänyt arvopapereita holvissaan ja pitänyt päävälittäjien lukuun tilejä, joiden saldot olisivat osoittaneet kunkin päävälittäjän ja sen asiakkaiden arvopaperien yhteismäärän. Arvopaperien lopulliset omistussuhteet olisivat selvinneet päävälittäjien pitämistä asiakasrekistereistä. Arvo-osuusjärjestelmällä kuitenkin syrjäytettiin APC-hanke.²⁷

Arvo-osuusjärjestelmän käyttöönotto merkitsi, että Suomessa ei katsottu tarpeelliseksi pohtia enemmälti ja tarkemmin välilliseen säilytykseen liittyviä ongelmia. Kun omaisuuden-

¹⁹ DepotG 6 §; ks. esim. Einsele 2005 s. 251; Than 2005 s. 264–266.

²⁰ Ks. Code monétaire et financier.

²¹ The American Law Institute/National Conference of Commissioners on Uniform State Laws, Uniform Commercial Code 8 artikla (kuten muutettuna 1994); ks. Reitz Curtis R., Reflections on the Drafting of the 1994 Revision of Article 8 of the US Uniform Commercial Code s. 361–363, *Uniform Law Review/Revue de droit uniforme* 1/2/2005 s. 357–367.

²² Tappio jaetaan ilmeisesti sijoittajien välillä *pro rata*; ks. *Barlow Clowes International Ltd (in liquidation) v Vaughan* [1992] 4 All ER 22.

²³ Financial Markets Law Committee, Issue 3 – Property Interests in Investment Securities, Analysis of the need for and nature of legislation relating to property interests in indirectly held investment securities, with a statement of principles for an investment securities statute, Financial Markets Law Committee, 5 July 2004, saatavilla: <http://www.fmlc.org/>.

²⁴ Arrêté royal belge coordonné n° 62 du 10 novembre 1967 relatif au depot d'instruments financiers fungibles et à la liquidation d'opérations sur ces instruments (arrêté royal) 2 ja 6 artikla.

²⁵ Arrêté royal 12 ja 13 artikla.

²⁶ Ks. Code monétaire et financier L 431-2 artikla; ks. myös Explanatory Notes 2.3.2 kohta.

²⁷ Ks. HE 104/1990 vp, s. 23; Arvopaperien moniportainen hallinta 2002 s. 53–54.

hoitotilit on suljettu suomalaisilta, lähtökohta on, että suomalaisilla ei voi olla suomalaisia arvo-osuuksia säilytyksessä moniportaisessa säilytysjärjestelmässä. Toisaalta ei ole pohdittu tarkemmin sellaisten suomalaisten sijoittajien asemaa, jotka osallistuvat ulkomaiseen moniportaiseen säilytysjärjestelmään. Ongelma on kuitenkin aktuaali, koska kansainväliset lainvalintasäännöt saattavat osoittaa Suomen lain siksi laiksi, jota sovelletaan sijoittajan ja hänelle arvopaperitiliä pitävän alivälittäjän väliseen oikeussuhteeseen. Näin on tyypillisesti silloin, kun suomalainen sijoituspalveluyritys, esimerkiksi pankkiiriliike, toimii alisäilyttäjänä ulkomaisessa säilytysjärjestelmässä.²⁸

Asiasta ei ole nimenomaista sääntelyä. On siis epäselvää, minkälainen sijoittajan oikeus on oikeudelliselta luonteeltaan sellaisiin ulkomaisiin arvopapereihin, joita säilytetään ja pidetään kirjaa Suomessa, miten tällaisia oikeuksia voidaan pätevästi perustaa, siirtää ja luovuttaa vakuudeksi, esimerkiksi pantata ja millainen riski omistajalla on säilyttäjien insolvenssissa.²⁹ Lähes ainoana eksplisiittisenä normina voidaan mainita Rahoitustarkastuksen vuonna 1996 antama ohje arvopaperien säilytys sopimuksista, arvo-osuustilisopimuksista ja omaisuudenhoitosopimuksista.³⁰ Ohje koskee kuitenkin ainoastaan säilytys- ja arvo-osuustilisopimuksen sekä omaisuudenhoitosopimuksen vähimmäissisältöä eikä siinä oteta kantaa edellä mainittuihin kysymyksiin.

Edellä mainittu ei tietenkään tarkoita, että nämä kysymykset ovat sääntelemättömiä. Voidaan perustellusti ajatella, että arvopapereita koskevat yleiset siviilioikeudelliset säännöt soveltuvat ainakin analogisesti myös säilytyksessä olevaan arvopaperiomaisuuteen. Tärkeimpiä säännöksiä ovat tällöin velkakirjalain (622/1947, VKL) 2 luvun juoksevia velkakirjoja koskevat säännökset, ennen kaikkea VKL 15 ja 17 §:n väitesuojaa, VKL 19 §:n maksusuojaa ja VKL 14 §:n saantosuojaa ja VKL 22 §:n vaihdantasuojaa koskevat säännökset sekä varallisuus oikeudellisista oikeustoimista annetun lain (228/1929, OikTL) 35 §:n juoksevan sitoumuksen oikealta omistajaltaan pois joutumista koskevat säännökset.³¹ Sivullissuojan osalta paino on pantava erityisesti sille, että oikeudet ja niitä koskevat transponoinnit on selkeästi kirjattu säilyttäjän tilinpitoon.³² Sijoittajan insolvenssisuojan kannalta ratkaiseva säännös on konkurssilain 5 luvun 6 §, jonka mukaan velallisen hallinnassa oleva sivullisen omaisuus, joka voidaan erottaa velallisen omaisuudesta, ei kuulu konkurssipesään. Yhteistilin osalta saattaa tulla ongelmia tämän vaatimuksen täyttämässä, jolloin sijoittaja menettäisi arvopaperiomaisuutensa säilyttäjän velkojille.

Toisaalta voidaan ajatella, että koska laissa ei ole nimenomaisesti säännelty säilytyksessä olevaa arvopaperiomaisuutta koskevista esineoikeudellisista kysymyksistä, säilytys sopimukselle ja sen mukaisille tilimerkinnöille ei voitaisi antaa sivullissitovuutta tyyppipakkoperiaatteesta

²⁸ Ks. esim. eQ Pankki Oy, joka toimii alisäilyttäjänä ulkomaisissa moniportaisissa säilytysjärjestelmissä, ks. <http://www.eqonline.fi>.

²⁹ Arvopaperien moniportainen hallinta 2002 s. 43.

³⁰ Ohje 201.9 Dnro 10/152/96, 5.11.1996, saatavilla: <http://www.rahoitustarkastus.fi/>.

³¹ Ks. Arvopapereiden moniportainen hallinta 2002 s. 27–31.

³² Ks. Tuomisto Jarmo, Tyyppipakosta aikaprioriteettiin – Näkökohtia esineoikeudellisen sivullissuojan perusteista s. 124, Vammala 1993.

johtuen.³³ Kuten *Juhani Wirilander* on kuitenkin todennut, voimassa olevassa Suomen laissa ei ole normia, joka kieltäisi oikeudellisen relevanssin muilta kuin laissa nimenomaisesti määritellyiltä esineillä koskevilta oikeuksilta.³⁴ Näin tyyppipakkoperiaatteella ei ole relevanssia ratkaistaessa Suomessa moniportaisen säilytyksen alimmalla tasolla säilytettävän arvopaperiomaisuuden esineoikeudellista luonnetta ja ennen kaikkea tilimerkintöihin liittyviä sivullissuojakysymyksiä. On lisäksi huomattava, että sinänsä moniportaisesta säilytyksestä erillisessä arvo-osuusjärjestelmässä kirjaamiskelpoiset oikeudet on määritelty väljästi siten, että arvo-osuustilille voidaan kirjata kaikkia oikeuksia ja rajoituksia, jotka ovat sisällöltään riittävän täsmällisiä ja jotka yleisten periaatteiden mukaan voivat saada sivullissuojaa.³⁵ Voidaankin todeta, että tyyppipakkoperiaate ei koske ainakaan arvo-osuusjärjestelmää.³⁶ Vastaava johtopäätös voidaan tehdä sen ulkopuolisista arvopapereiden säilytysjärjestelmistä siltä osin kuin niihin sovelletaan Suomen lakia.

Dematerialisoidun arvopaperiomaisuuden esineoikeudellinen luonne *de lege ferenda*

Arvopapereiden moniportainen hallinta -työryhmä

Valtiovarainministeriö asetti tammikuussa työryhmän, jolle annettiin tehtäväksi laatia ehdotus moniportaisen omistajarakenteen oikeudellisesta järjestämisestä Suomessa. Työryhmä antoi raporttinsa marraskuussa 2002.³⁷ Raportissa selvitettiin arvopapereiden välillistä käsittelyä, säilyttämistä ja omistusta koskevien järjestelmien toiminnallisia ja oikeudellisia toteuttamistapoja sekä arvo-osuusjärjestelmässä pidettävän että järjestelmän ulkopuolisen arvopaperiomaisuuden kannalta. Työryhmä harkitsi mahdollisuutta toteuttaa moniportainen säilytys Suomessa yhtäältä suomalaisessa arvo-osuusjärjestelmässä sallimalla omaisuudenhoitotilien käyttö myös suomalaisille arvo-osuuksien omistajille ja toisaalta arvo-osuusjärjestelmän ulkopuolella pohtimalla erilaisia lakitekniisiä ratkaisuja suomalaisen välittäjän säilytyksessä olevan ulkomaisen arvopaperiomaisuuden sääntelyksi. Työryhmä ei kuitenkaan tehnyt näistä kysymyksistä varsinaista ehdotusta.

Pääsyynä varsinaisista ehdotuksista pidättäytymiseen oli kansainvälinen kehitys. Työryhmä vetosi erityisesti Euroopan komission vuonna 1996 asettaman ns. Giovannini-ryhmässä esitet-

³³ Tyyppipakko- eli *numerus clausus* -periaatteesta ks. Wirilander Juhani, Käyttöoikeudesta kiinteistöön silmällä pitäen lailla sääntelemättömiä käyttöoikeuksia s. 5–47, Vammala 1980; ks. myös Tuomisto 1993 s. 15–29.

³⁴ Wirilander 1980 s. 44.

³⁵ HE 104/1990 vp s. 55.

³⁶ Ks. Koulumäki Risto, Kirjaamisesta arvo-osuusjärjestelmässä s. 495–496, Lakimies 1992 s. 477–505; ks. myös Tuomisto 1993 s. 121; Saarnilehto Ari – Kartio, Leena – Hemmo, Mika, Varallisuus-oikeus kohta VI. Esineoikeus, 9. Kirjaamisjärjestelmä esineoikeudessa, Yleistä, Tyyppipakkokysymys, WSOYpro Juridiikkaonline, saatavilla: <http://wsoypro.fi>.

³⁷ Arvopapereiden moniportainen hallinta 2002.

tyihin näkemyksiin sekä Euroopan komission toukokuussa 2002 antamaan selvitystiedonantoon.³⁸

Giovannini-ryhmä, jonka tehtäväksi oli annettu pohtia keinoja tehostaa eurooppalaisia rahoitusmarkkinoita, totesi marraskuussa 2001 antamassaan rajat ylittävää selvitystä koskeneessa ensimmäisessä raportissaan, että välillisesti hallittuja arvopapereita koskevien yhtenäisten säännösten, erityisesti mitä tulee oikeuksien perustamiseen, julkivarmistukseen ja täytäntöönpanoon, puuttuminen on tärkein oikeudellista epävarmuutta aiheuttava este EU-alueen rajat ylittävän selvitysjärjestelmän kehittämisen tiellä.³⁹ Komissio vahvisti ryhmän johtopäätökset toukokuussa 2002 antamassaan arvopaperien selvitystä koskeneessa tiedonannossaan.⁴⁰ Koska ongelmien ratkaisu edellyttää puuttumista jäsenvaltioiden esine-, yhtiö- ja maksukyvyttömysoikeudelliseen sääntelyyn, niitä ei voi toteuttaa lyhyellä aikavälillä. Komissio käynnistikin samassa yhteydessä asiaa koskevan kuulemismenettelyn.

Moniportaisuustyöryhmä arvioi komission tiedonannon perusteella, että koska oli erittäin todennäköistä, että EU:ssa ryhdytään valmistelemaan arvopapereita koskevaa yhtenäistä oikeudellista säännöstöä, ei ollut tarkoituksenmukaista ryhtyä valmistelemaan kansallisia ratkaisuja ennen sitä. Tästä syystä työryhmä ei viime kädessä ehdottanut sen enempää arvo-osuusjärjestelmään kuuluvien omaisuudenhoitotilien käyttömahdollisuuksien laajentamista kuin edetä sinänsä tarpeelliseksi katsotussa moniportaisen säilytyksen sääntelyssä ainakaan hallituksen esityksen valmisteluvaiheeseen.⁴¹

Moniportaisuustyöryhmä ei siis ehdottanut varsinaisia lainsäädäntötoimenpiteitä eikä niitä ole valmisteltukaan. Suomessa ollaan oltu varovaisesti ”holdilla” ja tarkkailtu tilanteen kehittymistä sekä eurooppalaisella että kansainvälisellä tasolla. Työryhmän raportissaan kaavailema mahdollinen ”moniportaisuuslaki” on kuitenkin sinänsä mielenkiintoinen. Tällaisessa erillislaissa voitaisiin säätää sellaisista arvo-osuusjärjestelmän ulkopuolella pidettävän arvopaperisäilytyksen oikeudellisista kysymyksistä, jotka ovat tällä hetkellä Suomessa erikseen sääntelemättä ja näin oikeudellisesti epävarmoja.⁴²

Työryhmän kaavailut moniportaisuuslaiksi noudattivat edellä kuvattuja kansainvälisiä esimerkkejä. Sitä sovellettaisiin tilanteisiin, joissa kansainvälisyksitysoikeudellisten lainvalintasääntöjen mukaan arvopaperien säilytykseen tai arvopaperitiliin sovellettava laki olisi Suomen laki. Järjestelmä perustuisi denuntiaatioon, jolloin tilillä olevaan arvopaperiomaaisuuteen kohdistuvien oikeuksien luovutuksen ja vakuusjärjestelyjen, muun muassa panttauksen, sitovuus sivullisiin nähden kytkettäisiin oikeudenhaltijan tilinpitäjälle tekemään siirto- tai panttausil-

³⁸ Arvopaperien moniportainen hallinta 2002 s. 42, 89.

³⁹ Ks. The Giovannini Group: Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union s. 55–56. European Commission Economic Paper No. 163, Brussels, November 2001, saatavilla: <http://www.europa.eu.int/>; ks. myös Löber Klaus M, The Changing Legal Landscape for Clearing and Settlement in the European Union s. 173–175, Uniform Law Review/Revue de droit uniforme 1/2/2005 s. 155–188.

⁴⁰ Komission tiedonanto Euroopan parlamentille ja neuvostolle: Selvitystoiminta Euroopan unionissa: Keskeiset kysymykset ja tulevaisuuden haasteet s. 12, 28.5.2002, KOM(2002) 257 lopullinen; ks. Löber 2005 s. 175.

⁴¹ Arvopaperien moniportainen hallinta 2002 s. 89–90.

⁴² Arvopaperien moniportainen hallinta 2002 s. 46.

moitukseen tai kirjaamisperiaatteeseen, jolloin oikeusvaikutukset kytkettäisiin tilinpitäjän oikeudenhaltijan ilmoituksen perusteella tilille tekemään kirjaamismerkintään.⁴³

Pelkkä fyysisten arvopapereiden varastoiminen ei perustaisi yhteissäilytysuhdetta välittäjän ja tilinhaltijan välillä vaan oikeusvaikutukset kytkettäisiin välittäjän tilinpitoon. Paperimuotoiset arvopaperit voisivat olla säilytyksessä siis välittäjällä itsellään mutta ne voisivat olla myös sellaisen toisen säilyttäjän tai esimerkiksi kansainvälisen arvopaperikeskuksen säilytettävänä, jonka osapuoli säilyttäjä on. Arvopaperit voitaisiin myös myöhemmin siirtää toisen tahon säilytettäväksi.⁴⁴

Varsinainen yhteissäilytystilanne syntyisi silloin, kun välittäjä pitää yhteistä arvopaperitiliä usean tilinhaltijan lukuun erottelematta tilillä olevaa arvopaperiomaisuutta kullekin tilinhaltijalle erikseen. Arvopaperit säilytettäisiin arvopaperilajeittain yhteisesti ja erottelematta yhteistilillä, ns. ”laarissa”, ja niitä kohdeltaisiin lajiesineinä. Ainoastaan päävälittäjällä olisi yhteissäilytyksessä alkuperäiset arvopaperit. Siltä osin kun olisi kysymys muun kuin päävälittäjän säilytyksessä olevista arvopapereista, yhteissäilytys ei voisi kohdistua tiettyihin arvopapereihin moniportaisen säilytyksen luonteesta johtuen vaan niistä johdettuihin oikeuksiin, joista raportissa käytetään nimitystä *kappalemääräinen osuus oikeus*.⁴⁵ Instituution esikuvana on esimerkiksi Saksassa käytössä oleva arvopaperiomaisuusoikeus.

Esimerkki kuvaa tilannetta.⁴⁶ Suomessa toimiva luottolaitos A ylläpitää sijoittajan arvopaperitiliä Suomessa. Tälle arvopaperitilille on kirjattu saksalaista arvopaperiomaisuutta. Alkuperäiset osakekirjat tai pikemminkin niitä edustava yhteistodistus on talletettu Saksan arvopaperikeskuksen, Clearstream Banking AG:n holviin. Keskus on jakanut alkupe-
räisten osakekirjojen yhteissäilytyksen Saksan lain mukaisiin osuus oikeuksiin ja kirjannut nämä osuus oikeudet osapuolina toimivien päävälittäjien arvopaperitileille. A ei toimi suoraan päävälittäjänä, vaan käyttää saksalaista luottolaitosta B säilyttäjänään, joka pitää A:lle arvopaperitiliä, jolle kirjataan erottelematta A:n asiakkaiden omaisuutta. B:n säilytyksessä oleva arvopaperitili on Saksan lain mukainen yhteissäilytys. A:n omia asiakkaitaan varten pitämä arvopaperitili olisi puolestaan moniportaisuuslain mukainen yhteistili.

Moniportaisuuslain mukainen kappalemääräinen osuus oikeus muodostuisi yhtäältä kirjanpito-merkinnöistä välittäjän tilijärjestelmässä, toisaalta niihin laissa liitetyistä oikeusvaikutuksista. Kappalemääräinen osuus oikeus olisi tallettajan oikeus sellaiseen osuuteen yhteissäilytyksessä olevista arvopapereista, joka määrältään ja lajiltaan vastaa tallettajan yhteissäilytykseen jättämien samanlajisten arvopapereiden määrää. Osuus oikeus voitaisiin muodostaa joko omistusoikeuden pohjalta, kuten DepotG:ssä tai se voitaisiin erottaa kokonaan arvopapereiden omistusoikeudesta kuten U.C.C. 8 artiklassa.⁴⁷

⁴³ Arvopapereiden moniportainen hallinta 2002 s. 46.

⁴⁴ Arvopapereiden moniportainen hallinta 2002 s. 47.

⁴⁵ Arvopapereiden moniportainen hallinta 2002 s. 51.

⁴⁶ Arvopapereiden moniportainen hallinta 2002 s. 51–52.

⁴⁷ Arvopapereiden moniportainen hallinta 2002 s. 52–53.

UNIDROITin arvopaperivaihdannan oikeussäntöjen harmonisointiprojekti

International Institution for the Unification of Private Law (UNIDROIT) sisällytti vuonna 2001 työohjelmaansa arvopaperivaihdannan oikeussäntöjen harmonisointiprojektin. Projekti aloitti varsinaisen työnsä vuonna 2002. Alustava luonnos yleissopimukseksi välittäjän hallussa olevia arvopapereita koskevista harmonisoiduista aineellisista säännöksistä (*Preliminary Draft UNIDROIT Convention on Harmonised Substantive Rules regarding Securities Held with an Intermediary*) julkaistiin joulukuussa 2004.⁴⁸ Luonnoksen keskeisiä piirteitä ovat arvoosuusomaisuuden määrittely sen välittäjän tilinpidon kautta, jossa tiliä pidetään (2 artikla), oikeuksien hankinnan, siirtämisen ja muodostamisen oikeusvaikutusten määrittelemine pelkkien tilimerkintöjen kautta (3 ja 4 artikla), omistusoikeuden siirtoa ja vakuudenantoa koskevien kirjausten lopullisuus (5 ja 6 artikla), ”upper-tier attachmentin” kielto (8 artikla), sivullisuus ja ”viattomien” suoja (9 ja 10 artikla) sekä yhteissäilytyksessä olevasta vajauksesta johtuvan tappion jakaminen omistusoikeuksien suhteessa välittäjän insolvenssissa (11, 15 ja 16 artikla).

”Upper-tier attachmentilla” tarkoitetaan ilmiötä, jossa moniportaisen säilytyksen alimman tason sijoittajan vakuusvelkoja voi vaatia separatistina arvopaperiomaisuutta ylemmän, jopa arvopaperikeskuksen tasolta. Koska ylemmän tason yhteistilillä olevia arvopapereita ei voida erotella sijoittajakohtaisesti, ”upper-tier attachment” jäädyttäisi kaikki yhteistilille kirjatut arvopaperit aiheuttaen vahinkoa kaikille niille sijoittajille, joiden sijoitukset kohdistuvat ao. yhteistilille. ”Upper-tier attachmentia” pidetään eräänä tärkeimpänä oikeudellisena riskinä tehokkaan arvopapereiden selvitysjärjestelmän tiellä, koska se tuhoaa koko moniportaisen yhteissäilytyksjärjestelmän luotettavuuden.⁴⁹

EU:n ”Legal Certainty” -projekti

Giovannini-ryhmä antoi toisen raporttinsa huhtikuussa 2003.⁵⁰ Ryhmä toisti raportissaan ensimmäisessä raportissaan esittämänsä esteet tehokkaan rajat ylittävän selvitystoiminnan tiellä. Komissio antoi molempien raporttien pohjalta huhtikuussa 2004 uuden tiedonannon selvitystoimintaa koskevien säännösten edelleen kehittämiseksi.⁵¹ Tuossa tiedonannossa se toisti Giovannini-ryhmän johtopäätökset, joiden mukaan huomattavin oikeudellinen este tehokkaan ja turvallisen selvitystoiminnan tiellä on välittäjän hallinnassa oleviin arvopapereihin kohdistu-

⁴⁸ UNIDROIT Study Group on Harmonised Substantive Rules regarding Securities Held with an Intermediary, Preliminary Draft Convention on Harmonised Substantive Rules regarding Securities Held with an Intermediary, Study LXXVIII – Doc. 18, November 2004, saatavilla: <http://www.unidroit.org/>.

⁴⁹ Ks. Guynn 1996 s. 10; Komission tiedonanto Neuvostolle ja Euroopan Parlamentille: Selvitystoiminta Euroopan unionissa – Kehitysmahdollisuudet, s. 26, 28.4.2004, KOM(2004) 312 lopullinen; Explanatory Notes 2.3.3.2 kohta.

⁵⁰ The Giovannini Group: Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements, April 2003, saatavilla: <http://www.europa.eu.int/>.

⁵¹ KOM(2004) 312 lopullinen.

vien oikeuksien kohtelua koskevan EU:n laajuksen kehyksen puuttuminen. Tärkeitä kysymyksiä ovat tällöin näiden oikeuksien oikeudellinen luonne ja niiden siirtoa koskevat säännökset, kilpailevien oikeuksien etuoikeusjärjestyksen määrittäminen sekä ”upper-tier attachmentin” välttäminen.⁵²

Komissio ehdotti tiedonannossaan perustettavaksi asiantuntijaryhmän, jonka tehtävänä olisi analysoida arvopaperiomaisuuteen liittyviä oikeudellisia kysymyksiä, ehdottaa niiden ratkaisuja sekä avustaa komissiota lainsäädäntöehdotusten laatimisessa. Ryhmän tulisi myös pitää yhteyttä edellä mainittuun UNIDROITin projektiin sekä muihin tahoihin, jotka tekevät vastaavaa työtä maailmanlaajuisella tasolla.⁵³ Komissio mitä ilmeisimmin viittasi tällöin Yhdistyneiden Kansakuntien kansainvälisen kauppaoikeuden komitean (UNCITRAL) arvopaperiomaisuutta (*securities interest*) koskevaan projektiin.⁵⁴ Projektin tarkoituksena ei ole UNCITRALin tavoin saada aikaiseksi yleissopimusta tai edes mallilakia vaan ohjeisto kansallisia lainsäädäntöelimiä varten (*legislative Guide*).⁵⁵

Komission mukaan työryhmän tuli tarkastella erityisesti seuraavia kysymyksiä:⁵⁶ välittäjän tilillä oleviin arvopapereihin liittyvien sijoittajan oikeuksien luonne, näiden oikeuksien siirto, arvo-osuuksien siirron lopullisuus, ”upper-tier attachmentin” kohtelu, sijoittajansuoja välittäjän maksukyvyttömyystilanteessa, oikeuksien hankinta vilpittömässä mielessä sivullisten toimesta, erot omistusoikeuksien siirtoon liittyvissä säännöissä yhtiöoikeudellisten toimien kannalta siltä osin kuin erot sisältyvät kansalliseen lainsäädäntöön sekä arvopapereiden sijaintipaikan valinta.

Komissio perusti työryhmän (*Legal Certainty Group*) tammikuussa 2005.⁵⁷ Työryhmä aloitti työskentelynsä saman kuun lopulla. Työ on kuitenkin pahasti kesken eikä se ole tätä kirjoitettaessa julkaissut raportteja selvitystyöstään tai johtopäätöksistään.⁵⁸

Lopuksi

Olen edellä käsitellyt paperittoman arvopaperiomaisuuden oikeudelliseen luonteeseen ja vaihdantaan liittyviä oikeudellisia ongelmia. Nämä ongelmat on pyritty ratkaisemaan pohjoismaissa yhtenäisillä arvo-osuusjärjestelmillä, joissa loppusijoittajilla on suorat tilit. Tällainen

⁵² KOM(2004) 312 lopullinen s. 25–26.

⁵³ KOM(2004) 312 lopullinen s. 26.

⁵⁴ Ks. <http://www.uncitral.org/en-index.htm>.

⁵⁵ Ks. United Nations Commission on International Trade Law, Thirty-eighth session, Vienna, 4–15 July 2005: Report of Working Group VI (Security Interests) on the work of its seventh session (New York, 24–28 January 2005), saatavilla: <http://documents.un.org/>; Bazinas Spiros V., The UNCITRAL Draft Legislative Guide on Secured Transactions, Uniform Law Review/Revue de droit uniforme 1/2/2005 s. 141–154.

⁵⁶ KOM(2004) 312 lopullinen s. 27.

⁵⁷ Ks. <http://www.europa.eu.int/>.

⁵⁸ Ks. kuitenkin komission perustelumuihisto, saatavilla: <http://www.europa.eu.int/>. Ks. tarkempia tietoja työryhmän työskentelyn edistymisestä http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/financial-markets/clearing/certainty_en.htm.

järjestelmä on edelleen varsin poikkeuksellinen globaalisti. Yleisimmin on käytössä moniportainen arvopaperiomaisuuden säilytysjärjestelmä, jossa arvopaperiomaisuuteen sovellettavat oikeussäännökset riippuvat siitä, minkä valtion lakia välittäjän ja sijoittajan väliseen tilisopimukseen sovelletaan.

Arvo-osuusjärjestelmän omaksumisesta on ainakin osittain johtunut, että pohjoismaissa on ignoroitu moniportaiseen säilytysjärjestelmään liittyvät ongelmat. On kuitenkin erittäin tavalista, että esimerkiksi suomalaisella sijoittajalla on ulkomaiseen moniportaiseen säilytysjärjestelmään liittyvä arvopaperitili Suomessa suomalaisen sijoituspalveluyrityksen tai ulkomaisen sijoituspalveluyrityksen suomalaisen sivuliikkeen säilytettävänä. Tällaiseen tiliin sovelletaan mitä todennäköisimmin Suomen lakia. Ongelmaksi muodostuu, että on epäselvää, miten tiliä ja sillä olevaa arvopaperiomaisuutta oikeudellisesti arvostellaan.

Valtiovarainministeriön moniportaisuustyöryhmä arvioi vuonna 2002 näitä ongelmia. Vaikka se väläytti erityisen moniportaisuuslain mahdollisuutta, se pidättäytyi sellaista ehdotamasta johtuen jo silloin käynnissä olevista moniportaisen säilytysjärjestelmän oikeudellista kohtelua koskevista kansainvälisistä ja EU-tasoisista harmonisointihankkeista. Olen käsitellyt edellä näistä hankkeista erityisesti UNIDROITin välittäjän säilytyksessä olevaa arvopaperiomaisuutta koskevaa yleissopimushanketta ja EU:n komission aloittamaa valmistelua EU-tasoisien harmonisoinnin aikaansaamiseksi. Projektit nivELYvät toisiinsa.

Onkin perusteltua pidättäytyä tässä vaiheessa kansallisista lainsäädäntöratkaisuksista, jotka saattaisivat tulevaisuudessa joutua ristiriitaan edellä mainittujen projektien lopputulosten kanssa. Tällainen odottaminen aiheuttaa luonnollisesti epätoivottavaa oikeudellista epävarmuutta ja lisää oikeudellista riskiä, jonka poistaminen on eräs ensisijainen keino arvopaperimarkkinoidemme tehokkuuden ja luotettavuuden lisäämiseksi. On kuitenkin huomattava, ettemme elä täysin sääntelemättömässä tilassa. Voimme analogisesti soveltaa nimenomaisesti sääntelemättömiin arvopaperitileihin juoksevia velkakirjoja ja arvo-osuustilejä koskevia oikeussäännöksiä ja näin luoda varmuutta tilimerkintöjen oikeudelliselle sitovuudelle.