

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

Ilkka Harju

Arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistuksen tarpeellisuudesta¹

Tässä kirjoituksessa tarkastellaan kysymystä, onko arvopaperimarkkinalainsäädäntö kokonaisuudistuksen tarpeessa.² Aluksi määritellään, mitä tarkoitetaan arvopaperimarkkinalainsäädännöllä. Sen jälkeen esitellään – kirjoituksen näkökulman perustelemiseksi – arvopaperimarkkinoita koskevaa kotimaista oikeustieteellistä ja siihen rinnastettavaa tutkimusta. Tämän jälkeen aiheen tarkastelu on rajattu kolmeen näkökulmaan. Arvioitavana ovat lainsäädäntö-tekniset seikat, markkinakehityksestä johtuvat syyt ja yhtymäkohdista muuhun lainsäädäntöön johtuvat muutostarpeet.

Keskeinen tarkasteltava säädös on arvopaperimarkkinalaki (AML, 495/1989). Lain voimaantulon (1.8.1989) jälkeen on tapahtunut merkittäviä myös arvopaperimarkkinoiden toimintaan syvällisesti vaikuttaneita yhteiskunnallisia ja taloudellisia muutoksia, kuten Suomen liittyminen Euroopan talousalueeseen (1994) ja Euroopan unioniin (1995) sekä yhteisen valuutan käyttöönotto (1999).

AML:n säätämisaikana 1980-luvun lopussa arvopaperimarkkinoilla vallinneet olosuhteet olivat monin tavoin erilaiset kuin nykyisin. Havahduttava esimerkki on, että suomalaisissa pörssiyhtiöissä kansainvälisten sijoittajien omistusosuus on eurooppalaisten pörssien korkein, vaikka ulkomaalaisomistus vapautettiin Suomessa vasta vuoden 1993 alusta. Ulkomaiset osakkeenomistajat omistivat vuoden 2004 lopussa 49,0 % suomalaisten arvo-osuusjärjestelmään liitettyjen yhtiöiden osakkeiden markkina-arvosta ja 35,3 % osakkeiden määrästä. Myös arvopaperimarkkinoiden volyymikehitys, sijoittajapohjan laajentuminen ja sijoitustoiminnan kansainvälistyminen on samanaikaisesti ollut mittavaa.

Jos AML ja muu arvopaperimarkkinalainsäädäntö säädettäisiin tänään uudelleen, se olisi epäilemättä rakenteeltaan ja sisällöltään erilainen kuin voimassa oleva säännöstö. Tällainen ajatusleikki johtaa miettimään lainsäädännön kokonaisuudistuksen tarpeellisuutta. Tässä yhteydessä ei kuitenkaan lähdetä ns. puhtaalta pöydältä, vaan kirjoituksen näkökulmana on pohdita asiaa AML:n alkuperäisten tavoitteiden ja tähänastisen kotimaisen oikeustieteellisen tutki-

¹ Professorit Mika Hemmo, Jukka Mähönen ja Jarno Tepora, toimistopäällikkö Kari Korhonen Suomen Pankista sekä ylitarkastaja Tuomas Majuri ja neuvotteleva virkamies Tomi Viitala valtiovarainministeriöstä ovat kommentoineet artikkelin käsikirjoitusta, mistä kiitän heitä.

² Kirjoittaja on toiminut arvopaperimarkkinalainsäädännön valmistelutehtävissä vuodesta 1990.

muksen kannalta.³ AML:n tavoitteena oli luoda arvopaperimarkkinoiden toimintaedellytykset turvaavat näkökohdat huomioon ottava perusnormisto. Arvopaperimarkkinoiden valtava kasvu ja ilman merkittäviä vakaushäiriöitä tapahtunut kehitys Suomessa todistaa osaltaan, että AML on onnistunut tavoitteessaan. AML:n alkuperäiset tavoitteet ovat pysyneetkin koskemattomina lain tähänastisen elinkaaren ajan.⁴ Ne ovat lähtökohdiltaan edelleen hyvin sopusoinnussa EY-tasoisien sääntelyn kanssa, vaikka EY:n arvopaperimarkkinasääntelyn määrä on kasvanut Euroopan komission vuonna 1999 hyväksytyn rahoituspalvelujen toimintasuunnitelman johdosta. Mahdollista tarvetta muuttaa arvopaperimarkkinalainsäädännön tavoitteita tulisi tarkastella myös vaikutusarvioiden näkökulmasta. Tällöin ei tulisi keskittyä yksityiskohdisaan rikkaaseen EY-sääntelyyn, vaan pikemminkin tarkastella sitä, onko AML estänyt arvopaperimarkkinoiden kehitystä joiltakin osin.

Arvopaperimarkkinalainsäädäntö

Arvopaperimarkkinalainsäädäntöön sisällytetään tavallisesti AML:n ohella kahdeksan muuta säädöstä eli laki kaupankäynnistä vakioituilla optioilla ja termiineillä (OptioL, 772/1988), laki arvo-osuusjärjestelmästä (AOJL, 826/1991), laki arvo-osuustileistä (827/1991), sijoitusrahastolaki (48/1999), laki ulkomaisen rahastoyhtiön toiminnasta Suomessa (224/2004), laki sijoituspalveluyrityksistä (579/1996), laki ulkomaisten sijoituspalveluyritysten oikeudesta tarjota sijoituspalvelua Suomessa (580/1996) sekä kiinteistörahastolaki (1173/1997). Näistä laeista sijoitusrahastolaki on ollut kokonaisuudistuksen kohteena (1999), jolloin alkuperäinen sijoitusrahastolaki (480/1987) kumottiin.

Arvopaperimarkkinalainsäädäntö näin määriteltynä vastaa jokseenkin tarkalleen sitä oikeusalojen jäsentelyä, joka on omaksuttu lakikirjan alaosastossa ”Rahoitus, vakuutus ja sijoittaminen”.⁵ Kaksi eroa on kuitenkin syytä mainita. Ensinnäkin sanan ”sijoittaminen” asemesta käytetään käsitettä ”arvopaperimarkkinalainsäädäntö” esitysteknisenä ilmaisuna. Toiseksi rajoitutaan laintasoiseen sääntelyyn eikä asetuksia tai muuta alemmanasteista normistoa käsitellä.

Vaikka arvopaperimarkkinalainsäädäntö on ollut jatkuvan muutoksen kohteena, tämä ei ole vaikuttanut säännösten rakenteeseen. Säädösrakenteen näkökulmasta voitaneen nyttemmin kyseenalaistaa esim. nykysisältöisen OptioL:n tarpeellisuus, koska Suomessa ei enää ole senkaltaista optioyhteisötoimintaa, jota varten OptioL alun perin säädettiin. Saattaisikin olla

³ AML:n alkuperäisissä tavoitteissa keskeistä on, että ”sijoittajien tulee voida luottaa siihen, että arvopaperisäästäminen riskit perustuvat arvopaperit liikkeeseen laskeneiden yritysten taloudelliseen kannattavuuteen eivätkä pelkästään arvopaperimarkkinoiden rakenteeseen tai siellä toimivien tahojen eettiseltä kannalta epäilyttäviin toimiin”, ks. HE 157/1988 arvopaperimarkkinalaiksi sekä siihen liittyväksi lainsäädännöksi, s. 4–5.

⁴ Jarkko Karjalainen – Jarmo Parkkonen: Arvopaperimarkkinalaki (2003), s. 2. Arvopaperimarkkinalainsäädännön myöhemmän kehittämisen tavoitteista ks. Arvopaperimarkkinat 2000. Valtiovarainministeriön työryhmämuistioita 3/1998.

⁵ Pekka Timonen: Määräysvalta, hinta ja markkinavoima (1997), s. 180 av. 146.

aiheellista harkita OptioL:n relevanttien osien yhdistämistä AML:iin. Toisaalta OptioL:n kumoaminen voi sellaisenaan olla liioiteltu toimenpide, koska optioyhteisötoiminnan luvanvaraisuuden perusteet eivät ole muuttuneet.

Myös arvopaperikaupan selvitystoimintaa koskevaan lainsäädäntöön läheisesti liittyviä lakeja on säädetty, kuten laki eräistä arvopaperi- ja valuuttakaupan sekä selvitysjärjestelmän ehdoista (”nettoutuslaki”, 1084/1999) ja rahoitusvakuuslaki (11/2004). Näitä säädöksiä ei tässä eikä lakikirjassa lueta osaksi arvopaperimarkkinalainsäädäntöä, vaikka AML:n sisältöön ja rakenteeseen tehtävät muutokset heijastuvat näihin lakeihin, kuten myös rikoslain 51 lukuun (475/1999), jossa on säädetty arvopaperimarkkinarikoksista. Koska näiden säädösten tosiasiallinen merkitys ilmenee juuri arvopaperimarkkinoilla, ne voitaneen sisällyttää osaksi oikeustieteessä luotua arvopaperimarkkinaoikeuden käsitettä.⁶

Säädösrakennetta kehitettäessä olisi tarpeen jatkossa selvittää, mistä kysymyksistä olisi säädettävä AML:ssa ja mistä kysymyksistä pikemminkin muissa laeissa. Yhden yhtenäisen arvopaperimarkkinoita koskevan lain valmistelu (”arvopaperikaari”) olisi nimittäin työläs ja laaja hanke, kun otetaan huomioon, että pelkästään sijoitusrahastolaissa on yli 150 pykälää.

Arvopaperimarkkinalainsäädännön tutkimuksesta

Arvopaperimarkkinalainsäädäntöä koskeva oikeustieteellinen tutkimus on Suomessa ollut erityisesti viime vuosina sangen vilkasta. Aihepiiriä koskevia oikeustieteellisiä tai niihin rinnastettavia väitöskirjatutkimuksia on julkaistu kaikkiaan kymmenen, joista neljä on ilmestynyt 1990-luvulla ja kuusi 2000-luvulla. Tutkimukset ryhmitellään seuraavassa lyhyesti, minkä ohella muutamain esimerkein viitataan vastaaviin tutkimuksiin muissa pohjoismaissa.⁷

Arvopaperien markkinointia, liikkeeseenlaskua ja tiedonantovelvollisuutta koskevasta AML 2 luvusta on vuonna 2004 ilmestynyt kaksikin väitöskirjatutkimusta.⁸ Alan pohjoismainen klassikko on Lundin yliopiston kauppaoikeuden professorin Per Samuelssonin väitöskirjatutkimus ”Information och ansvar” (1991), minkä ohella mainittakoon Kööpenhaminan yliopiston pääomamarkkinaoikeuden professorin Jesper Lau Hansenin väitöskirjatutkimus ”Informationsmisbrug” (1999) ja ruotsalaisen Catarina af Sandebergin väitöskirjatutkimus ”Prospektansvaret” (2001).

⁶ Arvopaperimarkkinaoikeudesta oikeudenalana käydyistä oikeustieteellisistä keskustelusta ks. Matti J. Sillanpää: Julkisesta ostotarjouksesta (1994), s. 5–10; Pekka Timonen mts. 179–181; Matti Rudanko: Arvopaperimarkkinat ja siviilioikeus (1998), s. 209–217.

⁷ Ryhmittely palvelee kirjoituksen näkökulmaa ja on lisäksi tehty sen mukaan, mitä arvopaperimarkkinalainsäädännön aihetta väitöskirjassa on enimmäkseen käsitelty. Oikeudenalakohtaisesti tarkasteltuna tutkimuksista neljä kuuluu yhtiöoikeuden ja kolme markkinaoikeuden alaan sekä yksi rikosoikeuden, yksi vero-oikeuden ja yksi yleisen oikeustieteen alaan.

⁸ Sakari Huovinen: Pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuus, sijoittajan odotukset ja media (2004); Kari Hoppu: Sijoitus- tuotteiden markkinoinnin sääntely (2004). Lisäksi on julkaistu yksi lisensiaatintutkimus (Paulus Hidén: Listautuminen ja vahingonkorvausvastuu, 2002).

AML 5 luvun sisäpiiriä koskevia säännöksiä ja muita arvopaperimarkkinoiden rikosoikeudellisia ongelmia on puolestaan tarkasteltu kahdessa varsin tuoreessa kotimaisessa oikeustieteellisessä väitöskirjatutkimuksessa.⁹ Vastaavaa pohjoismaista ongelmanasettelua edustaa Bergenin yliopiston professorin Rune Sæbon väitöskirjatutkimus ”Innsiddehandel med verdipapir” (1995).

Yhtiöoikeudellinen näkökulma on vahva julkista ostotarjousta ja lunastusvelvollisuutta koskevassa kotimaisessa tutkimussuuntauksessa, joka keskittyy AML 6 luvun kysymyksiin. Aihepiiriä käsitellään peräti neljässä oikeustieteellisessä väitöskirjatutkimuksessa.¹⁰ Pohjoismaisesta tutkimuksesta voidaan mainita Kööpenhaminan yliopiston yhtiöoikeuden professorin Jan Schans Christensenin väitöskirjatutkimus ”Contested Takeovers in Danish Law” (1991).

Arvopaperimarkkinalainsäädännön yleisempää siviilioikeudellista tutkimusta on myös harjoitettu.¹¹ Muusta arvopaperimarkkinalainsäädännöstä sijoitusrahastolakia on tutkittu kahdessa tuoreessa taloustieteellisessä väitöskirjassa, joissa kummassakin on vahva oikeudellinen näkökulma.¹² Metodiselta kannalta arvioituna arvopaperimarkkinalainsäädäntöön kohdistuvan tutkimuksen erityisessä suosiossa on ollut oikeustaloustiede, jota on sovellettu kaikkiaan kuudessa väitöskirjatutkimuksessa.¹³ Väitöskirjatutkimusten lisäksi on ilmestynyt useita lainvalmistelijoiden laatimia käsi- ja oppikirjoja.¹⁴

Kokoavana havaintona arvopaperimarkkinalainsäädännön tutkimuksesta voitaneen todeta, että tutkimus on selvästi painottunut AML:ssa säänneltyihin kysymyksiin. Eniten on tutkittu

⁹ Max Oker-Blom: Bakom rätten (2002, tutkimus koskee vain osittain arvopaperimarkkinalainsäädäntöön liittyviä kysymyksiä); Tero Kurenmaa: Sisäpiirintiedon väärinkäyttö (2003). Tutkimustraditio jatkuu, sillä Vesa Annolan ja Janne Häyrysen väitöskirjakäsikirjoitukset ”Sisäpiiri, markkinat ja informaatio” sekä ”Arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttö” ovat olleet esitarkastuksessa.

¹⁰ Matti J. Sillanpää, emt.; Pekka Timonen, jonka em. tutkimus koskee vain osittain arvopaperimarkkinalainsäädäntöön liittyviä kysymyksiä; Timo Kisanlahti: Sidosryhmät ja riski pörssi-yhtiössä (1999; tutkimus koskee vain osittain arvopaperimarkkinalainsäädäntöön liittyviä kysymyksiä); Ari Savela: Hostile Takeovers and Directors (1999). Sillanpään ja Timosen teokset sekä Timo Rapakon tutkimus ”Osakeyhtiön johdon huolellisuusvelvoite kehittyneillä pääomamarkkinoilla” (1990) on Pekka Timosen kirjoittamassa jaksossa ”Yhtiöoikeus” luokiteltu teoksessa ”Oikeustiede Suomessa 1900–2000” (1998, toim. Urpo Kangas) ”kansainvälistyväksi ja avautuvaksi yhtiöoikeudeksi” (s. 282–283). Myös Jukka Palm on uudessa tutkimuksessaan ”Yritysosastot ja määräysvaltamarkkinat” (2005) käsitellyt AML 6 luvua.

¹¹ Petri Mäntysaari: Arvopaperinvälittäjästä sijoitusneuvoja (2001); Matti Rudanko, emt.; Timo Rapakko, emt. Arvosuusjärjestelmästä ovat esineoikeudellisesta näkökulmasta kirjoittaneet lisensiaattitutkimuksessaan Janne Kaisto sekä artikkeleissaan Leena Kartio, Esa Kolehmainen, Risto Koulou ja Kirsti Rissanen.

¹² Matti Turtiainen: Markkinakuri, sijoittajansuoja ja sijoitusrahastot (2004); Tomi Viitala: Tax Treatment of Investment Funds and Their Investors within the European Union (2004). Arvopaperisijoittamisen verotusta on käsitelty useissa vero-oikeudellisissa väitöskirjatutkimuksissa.

¹³ Nämä kuusi tutkijaa ovat Sillanpää, Timonen, Savela, Kisanlahti, Oker-Blom ja Turtiainen – tosin Sillanpää käyttää nimitystä ”talouspainotteinen oikeustiede”. Oikeustaloustiede vakiintui terminä vasta 1990-luvun jälkipuoliskolla. Kuudesta mainitusta tutkijasta peräti kolme on tehnyt artikkeliväitöskirjan (Sillanpää, Kisanlahti, Oker-Blom). Myös Rudanko on hyödyntänyt oikeustaloustieteellistä tutkimusta, ks. Rudanko mts. 216. Ilmeistä myös on, että arvopaperimarkkinalainsäädäntöön kohdistuvan tutkimuksen yhteydet käytäntöön ovat tiiviit. Monet väitelleistä ovat myös eri tavoin osallistuneet lainvalmisteluun. Mielenkiintoista on myös, että neljä väitelleistä on laatinut väitöskirjansa ja enemmistö eli kuusi työskentelee korkeakoululaitoksen ulkopuolella.

¹⁴ Tiina Astola: Arvopaperimarkkinoiden oikeussäännöt (1990); Ilkka Harju – Jarkko Syyrilä: Sijoitusrahastolainsäädäntö (2001); Jarkko Karjalainen – Jarmo Parkkonen: Arvopaperimarkkinalaki (2003). Lisäksi on ilmestynyt muutamia kokoelmia yliopistoissa valmistuneista kandidaattitutkielmista, esim. Arvopaperimarkkinat (toim. Ari-Matti Nuutila ja Ari Saarnilehto, 2001).

– kuten muissakin pohjoismaissa – arvopaperimarkkinoiden tiedonantovelvollisuutta, rikos-oikeudellisia ongelmia sekä julkista ostotarjousta ja lunastusvelvollisuutta.

Arvopaperimarkkinalainsäädäntöön kohdistuvaa oikeustieteellistä tutkimusta yleisluontoisesti arvioitaessa on tässä kirjoituksessa otettu hyödylliseltä lähtökohdaksi arvopaperimarkkinalainsäädännön yleiset tavoitteet. AML:n alkuperäiset tavoitteet voidaan jaotella *sijoittajansuojan* näkökulmasta kolmeen osaan eli yhtäältä markkinainformaation lisäämiseen (esim. tiedonantovelvollisuus ja harhaanjohtavan markkinoinnin kieltö), toisaalta suojaan epäreiluja menettelytapoja vastaan (esim. sisäpiirin kauppaa sekä julkista ostotarjousta ja lunastusvelvollisuutta koskeva sääntely) ja kolmanneksi markkinoiden organisaatioon (esim. pörssitoiminta ja viranomaisvalvonta).¹⁵

Arvopaperimarkkinalainsäädännön tutkimus on näistä AML:n yleisistä tavoitteista kohdistunut kahteen ensimmäiseen sijoittajansuojan osa-alueeseen. Markkinainformaation lisäämisestä ja epäreiluista menettelytavoista säädetään juuri AML 2, 5 ja 6 luvuissa. Näitä kysymyksiä on myös viime vuosien lainvalmistelussa painotettu siksi, että EU-tasoinen sääntely on sitä edellyttänyt.¹⁶

Sen sijaan sijoittajansuojan edistämistä koskevaa AML:n kolmatta yleistä tavoitetta eli markkinoiden organisaatiota ei ole juuri tutkittu. Tämän vuoksi jäljempänä kiinnitetään erityistä huomiota arvopaperipörssiä ja arvopaperimarkkinoiden valvontaa koskeviin kysymyksiin. Muissa pohjoismaissa tätä näkökulmaa ei ole laiminlyöty – siitä esimerkkinä Jesper Lau Hansenin tutkimus ”Fondsbørsen – Aspekter af en fondsbørsretlig forudsætning” (1999).

Pohjoismaisen pörssi-integraation johdosta vaikuttaa perustellulta ottaa pohjoismainen näkökulma ja oikeuskirjallisuus korostetusti huomioon arvopaperimarkkinalainsäädännön tulevassa tutkimuksessa.

Lainsäädäntöteknisistä uudistustarpeista

Euroopan yhteisöissä säädetyt arvopaperimarkkinoita koskevat direktiivit saatettiin Suomessa voimaan Euroopan talousaluetta koskevan sopimuksen yhteydessä vuoden 1994 alusta. Tämän

¹⁵ Niilo Jääskinen: Arvopaperimarkkinoiden sääntely. Oikeus 1988, s. 364–365. Vastaavasta kolmijaosta hieman eri sanoin ks. Arvopaperimarkkinalaki, Suunnatut annit. Arvopaperikauppakomitean I osamietintö. KM 1987:44, s. 263; HE 157/1988 arvopaperimarkkinalaiksi sekä siihen liittyväksi lainsäädännöksi, s. 4-5; Kirsti Rissanen: Lait arvopaperimarkkinoille. Lakimies 1988, s. 647–650; Pekka Timonen, mts. 187–190.

¹⁶ Seuraavista Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiveistä kahden ensiksi mainitun täytäntöönpano on tapahtunut vuonna 2005 ja kahden viimeksi mainitun täytäntöönpano tapahtuu aikaisintaan vuonna 2006:

- ns. markkinoiden väärinkäyttödirektiivi 2003/6/EY sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista (markkinoiden väärinkäyttö),
- ns. esitedirektiivi 2003/71/EY arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettavasta esitteestä ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta,
- ns. yritystostotarjousdirektiivi 2004/25/EY julkisista ostotarjouksista sekä
- ns. avoimuusdirektiivi 2004/109/EY säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopapereiden liikkeeseenlaskijoita koskeviin tietoihin liittyvien avoimuusvaatimusten yhdenmukaistamisesta ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta.

jälkeen on arvopaperimarkkinoita koskevan EY-tasoisien sääntelyn määrä kuitenkin kasvanut voimakkaasti. Viime vuosina on lisäksi ryhdytty antamaan komitologiakomiteamenettelyssä erittäin yksityiskohtaisia asetuksia ja direktiivejä, joilla täydennetään yhteispäätösmenettelyssä hyväksytyjä direktiivejä. Keskeisenä selittävänä tekijänä tähän kehitykseen on ns. Lamfalussy-prosessi.¹⁷ Monitasoinen sääntelyrakenne runsaine yksityiskohtineen tuottaa kansallisen lainsäätäjän ja lain käyttäjän kannalta hyvin vaikeaselkoisen kokonaisuuden, joka muistuttaa yhä enemmän yhdysvaltalaista sääntelyä. Säädöshierarkia törmää myös monissa kohdin valtiösääntömmme lähtökohtiin.

Lakiteknisestä näkökulmasta huomio kiinnittyy siihen, että AML on monien osittaisuudistusten jäljiltä melko vaikealukuinen ja jopa sekava.¹⁸ Muutama esimerkki valaisee ongelmaa. AML sisältää useita lakiviittauksia, jotka johtavat uusiin viittauksiin, eräiden muiden lakien – kuten kuluttajansuojalain (38/1978) ja vahingonkorvauslain (412/1974) – sovellettavuus saattaa olla epäselvää, ja säännösten väliotsikointi on epäyhtenäinen. Lisäksi keskeisellä yleisön käsitteellä on eri merkitys lain 2 ja 6 luvussa. Hyvin samantapaisia ilmaisuja on useita (esim. päivä, arkipäivä, pankkipäivä) eikä lain käyttäjälle ole vaikeuksitta selvää, mitä eroa on esim. AML 2 luvussa käytetyillä aikamääreillä koskevilla ilmaisuilla ”viivytyksettä”, ”ilman aiheutonta viivytystä” ja ”välittömästi” sekä AML 6 luvun ilmaisulla ”viipymättä”. Myös lain keskeinen sijoittaja-käsite on porrasteinen. Pohjoismaisen pörssi-integraation johdosta saattaisi olla myös aihetta arvioida erikseen AML:n ruotsinkieliset käsitteet.

Valtioneuvoston piirissä on useissa lainvalmistelun kehittämistä koskevissa hankkeissa selvitetty edellytyksiä kohottaa lainsäädännön laatua. Lainsäädännön ymmärrettävyys voidaan nähdä osana perustuslain (731/1999) 21 §:ssä säädettyjä ns. *hyvän hallinnon takeita*, jolloin lähtökohdaksi otetaan, että lainsäädännön kohteiden on voitava kohtuudella ymmärtää lainsäädännön sisältö. AML:n lainsäädäntöteknisessä selkeyttämisessä ei voitane tyytyä pelkästään pykälien uudelleennumerointiin, vaan monin paikoin on ilmeistä asiallista tarvetta lain uudelleen kirjoittamiseen. Tämä tarjoaa mahdollisuuden myös perustelujen parantamiseen, millä luontevasti helpotetaan lain soveltamiseen liittyviä vaikeuksia.

Sanomalehtiä seuraamalla saa helposti käsityksen, että AML:n suurimmat ongelmat liittyvät AML 5 lukuun (ja rikoslain 51 lukuun). Tämä vaikutelma voi syntyä, koska sisäpiirikauppoja koskevien epäilyjen tutkinta herättää julkista mielenkiintoa, mikä lukuisten syyttämättäjättämispäätösten johdosta jääkin monesti epäiltyjen suurimmaksi sanktioksi. AML 5 lukua on viime vuosina uudistettu ponnekkaasti.¹⁹ Rikosoikeudellisen laillisuusperiaatteen johdosta *monikerroksinen sääntely* ei kuitenkaan ole samassa määrin mahdollista AML 5 luvun kysymyksissä.

AML 2 luvun ongelmat ovat kuitenkin hyvän lainsäädännön tavoitteen näkökulmasta haas-

¹⁷ Lamfalussy-prosessista yleisesti Jyrki Manninen: Euroopan arvopaperialan sääntelyprosessi – ns. viisaiden komitean nelitasoinen lähestymistapa. Defensor Legis 2003, s. 254–272.

¹⁸ AML:a muutettiin pelkästään 1990-luvulla 18 kertaa. Jarkko Syyrilä: Sijoitusrahastotoiminnan sääntelystä Suomes-
sa ja EU:ssa tuotekehityksen näkökulmasta. Defensor Legis 2002, s. 261. Säännösten laajuudesta ja mutkikkuudesta
R. O. Nuolima: Osakeyhtiöoikeudellisen tutkimuksen näkymistä. Lakimies 1998, s. 1069.

¹⁹ HE 254/1998 rikoslain täydentämiseksi arvopaperimarkkinarikoksia koskevilla säännöksillä sekä HE 137/2004 laeiksi arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.

teellisempia. Myös AML 2 lukua on muutettu useita kertoja 1990-luvun alusta lähtien.²⁰ Tämän seurauksena säännösten luettavuus on kärsinyt. Liikkeeseenlasku, esite, osavuosikatsaus, jatkuva tiedonantovelvollisuus ja liputus eivät ole enää teknisesti sillä tavoin tasapainoinen kokonaisuus kuin AML:n säätämisen aikaan.²¹ Kirjanpidon ja tilinpäätöksen sisältö on muuttunut, kun kansainväliset IFRS-standardit on saatettu osaksi Suomen oikeutta. Lisäksi AML 2 lukua on täydennetty useilla alemmanasteisilla säännöksillä ja viranomaisnormeilla. Yksi mahdollisuus olisi hajottaa AML 2 luku useaksi uudeksi luvuksi, jolloin voitaisiin paremmin jäsentää ja huoltaa liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuutta koskevia säännöksiä.

Toimiva säädöshuolto on yksi osatavoite pyrittäessä parempaan lainsäädäntöön, mikä parhaimmillaan mahdollistaa sen, että asetuksista, direktiiveistä, täytäntöönpanosäännöksistä, kansallisesta sääntelystä, itsesääntelystä ja viranomaisohjeista muodostuu *havainnollinen ja läpinäkyvä kokonaisuus*.

EY:n direktiivien viime vuosien tulva on osaltaan epäilemättä lisännyt AML:n vaikeaselkoisuutta. Usein *EY-tasoista sääntelyä* leimaakin enemmän pyrkimys säätää nopeasti kuin hyvin. Tämä aiheuttaa ongelmia erityisesti sääntelyn kohteille. EY:ssä viime vuosina hyväksytyllä, arvopaperimarkkinoilla toimivia yhtiöitä koskevalla sääntelyllä on esim. lisätty pörssiyhtiöistä annettavia tietoja ja yhtiöiden velvollisuuksia. Koska hyväksytyt direktiivit ovat sisällöltään osittain päällekkäisiä, ne aiheuttavat paitsi välitöntä hallinnollista rasitusta pörssiyhtiöille myös oikeudellista epävarmuutta. Tästä puolestaan seuraa, että säännösten muodostama kokonaisuus on vaikeasti ymmärrettävä.

Vaikka kysymys vaikuttaa osittain tekniseltä, se on myös paljon muuta. Sääntely johtaa pörssiyhtiöiden kustannusten nousuun, joka aiheutuu sekä välittömistä byrokratiakustannuksista (esim. erilaisten raporttien laatiminen ja ylläpito, sisäpiirirekisterit) että oikeudellisesta epävarmuudesta aiheutuvista kustannuksista. Vaikeat tulkintatilanteet edellyttävät pörssiyhtiöiltä jatkuvaa asiantuntijoiden käyttämistä. Kustannusten nousu vähentää puolestaan pörssilistauksen houkuttelevuutta. Listautumisten vähäisyys ja yhtiöiden poistuminen pörssistä on ollut viime vuosina ominaista paitsi Suomen myös yleisemmin Euroopan ja Yhdysvaltojen arvopaperimarkkinoille.²²

EY-tasoinen sääntely voi pahimmillaan johtaa täysin vastakkaisiin tavoitteisiin kuin pitäisi, jos arvopaperimarkkinoiden sääntelyn määrällinen kasvu merkitsee *listautumisen kiinnostavuuden vähenemistä*. Tällainen ilmiö on arvopaperimarkkinoiden kehittämisen kannalta luonnollisesti huolestuttava. Ongelmaa voitaneen osaksi torjua esim. selvittämällä mahdollisuus

²⁰ Keskeisimmät AML 2 luvun muuttamiseen johtaneet hallituksen esitykset, jotka on annettu ennen kuin edellä alaviiteessä 16 mainittujen direktiivien täytäntöönpano on edes tullut ajankohtaiseksi, ovat:

– HE 318/1992 laeiksi arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamiseksi,

– HE 209/1998 laiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi,

– HE 184/2001 laeiksi arvopaperimarkkinalain ja kaupankäynnistä vakioituilla optioilla ja termiineillä annetun lain muuttamisesta ja eräksi niihin liittyviksi laeiksi.

²¹ EY-tasoisella asetuksella 1606/2002 kansainvälisten tilinpäätösstandardien soveltamisesta velvoitetaan pörssiyhtiöt laatimaan konsernitilinpäätöksensä 1.1.2005 ja sen jälkeen alkavilta tilikausilta IAS-standardien mukaisesti.

²² Pohjoismaissa listautumista ja listalta poistumista on selvitetty pohjoismaiden ministerineuvostossa. Market efficiency in Nordic and Baltic Stock Exchanges – Final report (TemaNord 2004:534). Saatavissa <http://www.norden.org>.

erillisen pörssiyhtiötä koskevan lain säätämiseen. Tällaisen selvityksen ajankohtaisuutta puoltaisi myös ehdotus uudeksi osakeyhtiölaiksi, jota on valmisteltu useita vuosia ja joka monin tavoin palvelee pörssiyhtiöiden intressejä. Samanaikaisesti AML:n rajoitus yksityisten osakeyhtiöiden osakkeiden ottamisesta julkisen kaupankäynnin kohteeksi korostaa kuluttajan-suojalain merkitystä.²³ Eri lakien välinen suhde ei vaikuta täysin tasapainoiselta.

Tasapuolisen sääntelyn näkökulmasta on myös kiintoisaa, että *pääomasijoittamisen merkitys* kasvaa voimakkaasti. Taloudelliset olosuhteet ovat tällaiselle kehitykselle olleet viime vuosina otolliset. Alhainen korkotaso motivoi pääomasijoittajia hankkimaan pörssiyhtiötä omistukseensa ja joko konsolidoimaan niitä toisen tuotannollis-teollisen toimijan kanssa taikka myymään yhtiön tai listaamaan yhtiön arvopaperit uudelleen. Voitaneen provokatiivisesti kysyä, johtuuko pääomasijoittamisen suotuisa kehitys osittain myös siitä, ettei pääomasijoittamista ole juuri lainkaan säännelty. Kun arvopaperimarkkinoita enenevästi säännellään, seuraa jatkokehitys, olisiko pääomasijoittamistakin säänneltävä etenkin rahoitusmarkkinoiden vakauden turvaamiseksi. Tämä tarkastelu lienee syytä tehdä myös EY-tasoisesti. Suomessa on pääomasijoittamisen ja AML:n välisten yhteyksien näkökulmasta kiinnitetty huomiota siihen, saako kommandiittiyhtiön yhtiöosuuksia tarjota yleisölle.²⁴

Koska uusien arvopaperimarkkinoita koskevien EY-direktiivien säätämisen paine on rahoituspalveluista vastanneen Euroopan komission jäsenen vaihduttua Frits Bolkesteinista Charlie McCreevyyn selvästi hellittämässä, mahdollisuus arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuuden arviointiin *ex post* myös kansallisesti on ajallisesti käsillä. Tarkoituksenmukaista tämä lienee aloittaa vuonna 2007, kun yritysostotarjousdirektiivi (2004/25/EY), avoimuusdirektiivi (2004/109/EY) ja direktiivi rahoitusvälineiden markkinoista (2004/39/EY) on pantu kansallisesti täytäntöön.

Tämän ohella arvopaperimarkkinoiden tulevaa lainsäädäntöpainetta on tarpeen jatkuvasti arvioida *ex ante*. EY-tasoista uutta sääntelyä lienee odotettavissa esim. arvo-osuusjärjestelmään liittyvissä kysymyksissä. Näitä muutoksia on Suomessa ennakoivasti analysoitu, mutta lainmuutoksiin ei ole ryhdytty, vaan on päätetty seurata kansainvälistä kehitystä.²⁵

Markkinakehityksestä johtuvat muutostarpeet

Markkinarakenteen näkökulmasta Suomen arvopaperimarkkinoilla epäilemättä keskeisin muutos on ollut *Helsingin arvopaperipörssin aseman muuttuminen*. Nykyisin Helsingin Pörssi Oy on ruotsalaisen pörssiyhtiön OMX AB:n konserniin kuuluva osakeyhtiö, kun se AML:n säätämisen aikaan oli jäsentensä eli pörssiyhtiöiden ja pörssivälittäjien omistama osuuskunta. AML:n voimassaoloaikana Helsingin arvopaperipörssi on muuttunut osuuskunnasta osake-

²³ Matti Rudanko: Kauppaoikeuden kehityssuuntauksia II. Kaupallisten oikeussuhteiden teoria. Lakimies 1998, s. 75; kirjoituksessa viitattu AML:n säännös on nyttemmin muuttunut, mutta havainto on edelleen osuva.

²⁴ Kiinteistörahastotyöryhmän väliraportti. Valtiovarainministeriön työryhmämuistioita 14/2004, s. 65.

²⁵ Arvopaperien moniportainen hallinta. Valtiovarainministeriön työryhmämuistioita 14/2002.

yhtiöksi (1995), fuusioitunut optioyhteisön (Suomen Optiomeklarit Oy) kanssa (1997), hankkinut selvitysyhteisön (Suomen Arvopaperikeskus Oy) konserniinsa (1998), korostanut voitontavoittelupyrkimystään ilmoittamalla aikomuksestaan listautua pörssiyhtiöksi (2000) ja siirtynyt lopulta osaksi ruotsalaisen pörssiyhtiön OMX AB:n konsernia (2003), joka on sittemmin myynyt selvitysyhteisön ruotsalaiselle arvopaperikeskukselle VPC AB:lle (2004) ja luopunut optioyhteisön toimiluvasta (2005).

Osakeyhtiöiden keskeisinä tavoitteina kaikilla toimialoilla on valitun riskitason mukaan kasvaa ja tuottaa mahdollisimman suurta voittoa omistajilleen. Vaatinee runsaasti perusteluja osoittaa, että pörssiyhtiön konserniyrityksenä arvopaperipörssi edelleen olisi sellainen puolueeton instituutio, jollaiseksi se on Suomessa perinteisesti mielletty. Aikaisemmin esim. katsottiin, että luotettava pörssitoiminta ”vaatii pörssin riippumattomuutta yksittäisten osakkeenomistajien — — vaikutusvallasta”.²⁶ AML perustuukin osaltaan käsitykseen, että arvopaperipörssi on *puolueeton instituutio*, jonka omistus on hajautunut. Arvopaperipörssille on laissa delegoitu tehtäviä ja velvollisuuksia, joita on pidetty luonteeltaan *julkisoikeudellisina*.²⁷ Matti Rudanko on ilmaissut tämän seuraavasti: ”Markkinapaikan suhde sopimusten toisiin osapuoliin sisältää valvontatehtäviä ja niihin kuuluvaa julkista valtaa.”²⁸ Voitaneen pitää epätodennäköisenä, että pörssiyhtiön konserniyrityksenä arvopaperipörssi ilman erityisiä lisätoimenpiteitä uskottavasti voisi säännellä ja valvoa emoyhtiötään.

Ruotsissakin on kiinnitetty huomiota tähän kehitykseen. Vuonna 2004 mietintönsä luovuttaneen toimikunnan ehdotuksesta Ruotsin valtiovarainministeriö on antanut selvitettäväksi sen, miten ja missä pörssin viranomaistoimintaa muistuttavat tehtävät tulisi jatkossa tehdä. Erityisen tärkeänä komitea piti sitä, että Tukholman arvopaperipörssin toimintaan liittyvää eturistiriitojen riskiä tutkittaisiin.²⁹

Arvopaperipörssin puolueettomuuden ohella markkinarakennetta on aihetta tarkastella *kilpailuoikeudellisesta* näkökulmasta. Kilpailuviraston vuonna 2001 tekemissä ratkaisuisa arvopaperipörssin ja arvopaperikeskuksen määräävää markkina-asemaa on arvioitu jokseenkin samansuuntaisesti.³⁰ Suomen Arvopaperikeskus Oy:llä ja tuolloisella Helsingin Arvopaperi- ja johdannaispörssi, selvitysyhtiö Oy:llä todettiin molemmilla olevan kilpailunrajoituslain (480/1992) 3 §:n 2 momentin mukainen määräävä markkina-asema, jollainen ”katsotaan olevan elinkeinonharjoittajalla tai elinkeinonharjoittajien yhteenliittymällä, jolla koko maassa tai tietyllä alueella on yksinoikeus tai muu sellainen määräävä asema tietyillä hyödykemarkkinoilla, että se merkittävästi ohjaa hyödykkeen hintatasoa tai toimitusehtoja taikka vastaavalla muulla tavalla vaikuttaa kilpailuolosuhteisiin tietyllä tuotanto- tai jakeluportaalla”.

²⁶ Tiina Astola, mts. 41.

²⁷ Matti Rudanko, mts. 103.

²⁸ Matti Rudanko, mts. 108.

²⁹ SOU 2004:47. Näringslivet och förtroendet. Förtroendekommissionens betänkande, s. 317.

³⁰ Dnro:t 755 ja 756/61/99 (8.1.2001, arvopaperipörssi) ja 553/61/2000 (19.1.2001, arvopaperikeskus). Ratkaisu ei muuttunut markkinaoikeudessa eikä korkeimmassa hallinto-oikeudessa, joihin arvopaperikeskus valitti kilpailuviraston päätöksestä. Ks. markkinaoikeuden päätös 16.10.2002 Dnro 39/690/2001 ja korkeimman hallinto-oikeiden päätös 9.1.2004 Dnro 3460/2/02.

Kilpailuviraston mukaan Helsingin Pörssi on määräävässä markkina-asemassa julkisen osakekaupankäyntijärjestelmän ylläpitäjänä ja palveluntarjoajana Suomessa. Virasto kuitenkin korosti päätöksessään, että koska osakekaupankäynnin markkinoilla on parhaillaan vireillä merkittäviä kaupallisia ja teknisiä muutoksia, saattavat ko. markkinat ja siten myös Helsingin Pörssin asema näillä markkinoilla muuttua lähiaikoina.

Kilpailuvirasto katsoi, että määräävän markkina-aseman toteaminen ei edellytä monopoli-asemaa tai täydellistä kilpailun puuttumista. Määräävä markkina-asema on olemassa, jos yrityksellä on taloudellisesti merkittävä joukko asiakkaita, joille kilpailijat eivät pysty tarjoamaan kilpailukykyistä vaihtoehtoa riittävän nopeasti. Arvioitaessa tapauskohtaisesti määräävän markkina-aseman olemassaoloa kiinnitetään huomiota siihen, onko asiakkaiden mahdollista solmia taloudellisesti realistisia vaihtoehtoisia liikesuhteita muiden toimittajien kanssa.

Kilpailuvirasto totesi myös, että Helsingin Pörssi on ainoa Suomessa toimiva julkinen markkinapaikka osakkeille. Vaikkakaan sen yksinoikeus ei perustu lakiin, on epätodennäköistä, että nykyisessä markkinatilanteessa Suomeen syntyisi kilpaileva osakekaupankäyntijärjestelmä.³¹ Perustettavalta arvopaperipörssiltä edellytetty toimiluvan saaminen valtiovarainministeriöltä, mittavat investoinnit, asiakkaiden luottamuksen saavuttaminen, pörssien kansainvälistymiskehitys sekä Suomen maantieteellinen sijainti ja markkina-alueen pienuus vähentävät sekä kotimaisen että ulkomaisen potentiaalisen kilpailun todennäköisyyttä. Välittäjillä ja sijoittajilla, jotka haluavat käydä julkista osakekauppaa useimpien suomalaisten yhtiöiden osakkeilla, ei kilpailuviraston mukaan ole vaihtoehtoista markkinapaikkaa eikä yhtä kustannustehokasta tapaa käydä julkista osakekauppaa.

Arvopaperikeskuksen asema osakkeiden selvitystoiminnassa on puolestaan yhteydessä Helsingin Pörssin asemaan osakkeiden kaupankäyntijärjestelmän ylläpitäjänä ja palveluntarjoajana. Koska Helsingin Pörssillä on määräävä markkina-asema julkisen osakekaupankäyntijärjestelmän ylläpitäjänä ja palveluntarjoajana Suomessa, myös Arvopaperikeskuksella on kilpailuviraston mukaan Suomessa määräävä asema osakkeiden selvityspalvelujen tarjoajana, koska sen asiakkaina olevilla välittäjillä ei ole käytössään muuta vaihtoehtoa Helsingin Pörssissä vaihdettavien osakkeiden selvittämiseen. Suomessa ei ole vaihtoehtoista selvitysyhteisöä, eikä potentiaalista kilpailua selvityspalveluihin ole markkinoiden pienuuden vuoksi myöskään odotettavissa. Näistä syistä kilpailuvirasto katsoi myös Arvopaperikeskuksella olevan määräävä markkina-asema ainakin Helsingin Pörssissä käytävän julkisen osakekaupan selvityspalvelujen tarjoajana Suomessa.

Selostetuissa tapauksissa kilpailuvirasto ei ryhtynyt enempisiin toimenpiteisiin arvopaperipörssiä kohtaan, koska arvopaperipörssi muutti hinnoitteluaan ja asian kilpailuvirastossa viireille saattaneet tahot peruuttivat hakemuksensa. Sen sijaan arvopaperikeskuksen hinnoittelua, jota kilpailuvirasto oli tutkinut oma-aloitteisesti, virasto kehotti muuttamaan.

³¹ Vastaavasti HE 157/1988, s. 5: ”Ei ole todennäköistä, että Suomen arvopaperimarkkinoilla voisi toimia useita arvopaperipörssille edellä asetetut vaatimukset täyttäviä yhteisöjä.”

Arvopaperikeskuksen arvo-osuusrekisterin pitäjänä tuottamista palveluista perittävien maksujen on nyttemmin AOJL 10 a §:n (795/2000) nojalla oltava kohtuullisia ja tasapuolisia kaikkiin tilinhoitajayhteisöihin ja liikkeeseenlaskijoihin nähden. Vastaavaa säännöstä arvopaperipörssin kohtuullisesta ja tasapuolisesta hinnoittelusta ei ole otettu AML:iin. Ottaen huomioon Helsingin Pörssin muuttuminen voittoa tavoittelevaksi yritykseksi, arvopaperipörssin hinnoittelun kohtuullisuutta koskevalle säännökselle saattaisi kuitenkin olla tarvetta. Vaikka eurooppalaisten arvopaperipörssien piirissä on viime vuosina tapahtunut konsolidoitumisketjitystä, ei listautumista suunnittelevalla yrityksellä käytännössä ole rajattomasti vaihtoehtoja.

Kolmantena markkinarakenteen kehityspiirteenä on syytä mainita *pohjoismaisen integraation* merkitys. Suomen arvopaperimarkkinoiden kolme keskeistä toimijaa (Helsingin Pörssi Oy, Suomen Arvopaperikeskus Oy ja Nordea Pankki Suomi Oy) ovat ruotsalaisomistuksessa. Suomalaisyhtiöiden emoyhtiöistä Nordea Bank AB ja OMX AB ovat ruotsalaisia pörssiyhtiöitä, sen sijaan VPC AB on ruotsalaisten pankkien ja OMX AB:n omistama.³² On mahdollista, että pohjoismaiset arvopaperimarkkinat osallistuvat tulevaisuudessa myös eurooppalaiseen konsolidoitumisketjitykseen.

Ruotsissa elinkeinoelämän itsesääntelyllä on arvopaperimarkkinoilla hyvin vahvat perinteet. Eräissä kysymyksissä – kuten julkisissa ostotarjouksissa, joista Suomessa on voimassa lain-tasoista sääntelyä AML 6 luvussa – Ruotsissa on ollut voimassa pelkästään itsesääntelyä. Tun-tuu luontealta pyrkiä lähentämään sääntelyn rakenteita siten, että ne olisivat samantapaisia Suomessa ja Ruotsissa. Tätä taustaa vasten tulee ymmärrettäväksi yritysostotarjousdirektiivin täytäntöönpanon yhteydessä Keskuskauppakamarin yhteyteen perustettavaksi ehdotettu eri-tyinen lautakunta, vaikkei Keskuskauppakamaria täsmälleen vastaavaa elinkeinoelämää laki-sääteisesti edustavaa toimielintä Ruotsissa olekaan.³³

Mikään ei toisaalta viittaa siihen, että Suomessa pyritäisiin jäljittelemään Ruotsin oikeutta sellaisenaan. Osakeyhtiölakien kokonaisuudistukset on Suomessa ja Ruotsissa valmisteltu toi-sistaan riippumatta, vaikka osakeyhtiölainsäädännön valmistelussa on aikaisemmin ollut vah-va yhteispohjoismainen perinne. Ruotsin uusi osakeyhtiölaki on huomattavasti yksityiskohtai-sempi kuin Suomessa valmisteltu ehdotus. Samanlainen ero voidaan havaita hyvää hallintota-paa (engl. *corporate governance*) koskevien suositusten välillä, sillä ruotsalainen ”koodi” on suomalaista seikkaperäisempi.

Arvopaperimarkkinoita koskevan lainsäädännön valmistelussa ei ole vastaavaa yhteispoh-joismaisen lainvalmistelun perinnettä, vaikka AML:n säätämisessä pohjoismaiden lainsäädän-nön vaikutus onkin ollut ilmeinen.³⁴ Vuodesta 1998 on pohjoismaiden ministerineuvoston ni-

³² Kaikissa kolmessa mainitussa ruotsalaisessa yrityksessä myös Ruotsin valtiolla on merkittävä omistusosuus joko suoraan tai välillisesti. Kiinnostava kuriositeetti on elinkeinoelämän puheenvuoro, jossa toivottiin nimenomaan Suomen valtion edelleen vähentävän omistustaan suomalaisissa pörssiyhtiöissä. Selvityksen ohjausryhmästä kolmas-osan muodostivat yritysjohtajat, jotka olivat toimineet mainittujen suomalaisten yritysten johdossa ennen niiden myymistä ruotsalaisomistukseen, ks. Vesa Puttonen: Onko omistamisella väliä. EVA-raportti 20.8.2004. Verkköjulkaisu <http://www.eva.fi>.

³³ Yritysostotarjousdirektiivin täytäntöönpano. Valtiovarainministeriön työryhmämuistioita 5/2005.

³⁴ KM 1987:44, s. 107–135 sekä HE 157/1988, s. 18–19.

mittämänä toiminut virkamiestyöryhmä, jonka tehtävänä on arvopaperimarkkinoita koskevaan lainsäädäntöön liittyvän pohjoismaisen viranomaisyhteistyön edistäminen. Työryhmän järjestämissä seminaareissa ja julkaisuissa on ensisijaisesti pyritty tiedon ja näkemysten vaihtoon eikä niinkään yhteispohjoismaiseen lainvalmisteluun. EY-direktiivien kansalliselle täytäntöönpanolle asetetut tiukat määräajat rajoittavat myös käytännössä mahdollisuuksia lainvalmistelun kansainväliseen yhteistyöhön.

Neljäntenä markkinarakennetta koskevana – ja osin ristiriitaisena – kehityspiirteenä on aiheellista mainita arvopaperimarkkinoiden *sijoittajansuojaa vahvistavaan* organisaatioon liittyvät seikat. Yhtäältä sijoittajan oikeussuojakeinojen näkökulmasta on huomionarvoista, että arvopaperimarkkinoilla toimii lautakuntaverkosto, johon kuuluvat Helsingin Pörssin kurinpitolautakunta, Pankkialan Asiakasneuvontatoimiston yhteydessä toimiva arvopaperilautakunta ja kuluttajavalituslautakunta. Näistä kahta ensiksi mainittua ei säännellä laintasoisesti eikä viimeksi mainitun merkitys ole arvopaperimarkkinoilla kovin suuri. Lautakuntaverkosto onkin käytännössä osa arvopaperimarkkinoiden itsesääntelyä. Oikeusministeriö on äskettäin selvittänyt ryhmäkanteen käyttöönoton mahdollisuutta myös sijoittajansuojan edistämiseksi, mikä lainsäädäntötoimiin johtaessaan ilmeisesti merkitsisi lautakuntaverkoston aseman muuttumista. Lautakuntien aseman säätämistä lain tasolla puoltaisivat eräät esimerkit muualla Euroopassa.

Toisaalta Rahoitustarkastuksen valtuuksia valvontaviranomaisena on lisätty, sillä Rahoitustarkastus voi nykyisin määrätä *hallinnollisia sanktioita*, kuten laissa Rahoitustarkastuksesta (587/2003) säädetyn julkisen huomautuksen ja julkisen varoituksen. Julkinen huomautus on toistaiseksi annettu yhdelle pörssivälittäjälle ja yhdelle liikkeeseenlaskijalle; pörssivälittäjälle julkinen huomautus annettiin AML 4 luvun 1 §:ssä tarkoitetun hyvän tavan rikkomisesta.³⁵ Hyvää arvopaperimarkkinatapa on perinteisesti pidetty markkinatoimijoiden noudattamana käytäntönä.³⁶

Hyvän tavan noudattamatta jättämisen viranomaissanktioinnin voidaan katsoa merkitsevän arvopaperimarkkinoiden itsesääntelylle vastakkaista kehitystä. Rahoitustarkastuksen uudet valvontavaltuudet perustuvat EY-tasaisen sääntelyn täytäntöönpanoon. Ruotsissa edellä mainittu Luottamuskomissio on kiinnittänyt huomiota EU-tasaisen sääntelyn aiheuttamaan muutospaineeseen sikkiläisen Rahoitustarkastuksen tehtävissä. Voidaankin arvioida, että eräisiin direktiiveihin sisällytetyt nimenomaiset säännökset itsesääntelyä harjoittavista toimieliemistä ja tehtävien siirtämisestä tällaisille toimielimille osaltaan tasapainottavat toimivaltasuhteiden muutosta, joka syntyy valvontaviranomaisten valvontavaltuuksien lisäämisen johdosta.

³⁵ Rahoitustarkastuksen lehdistötiedote 15.4.2005: ”Rata antoi Evli Pankki Oyj:lle julkisen huomautuksen hyvän tavan vastaisesta menettelystä arvopaperimarkkinoilla”. Rahoitustarkastuksen päätös on lehdistötiedotteen liitteenä. Saatavilla <http://www.rahoitustarkastus.fi>.

³⁶ Kari Hoppu, mts. 101–102.

Yhtymäkohdista muuhun lainsäädäntöön johtuvat muutospaineet

Seuraavassa tarkastellaan perustuslain, verolainsäädännön ja osakeyhtiöoikeuden tiivistä yhteyttä arvopaperimarkkinalainsäädäntöön. Muitakin esimerkkejä on, kuten kauppalaki, kuluttajansuojalaki, rikoslaki ja vahingonkorvauslaki, mutta niitä ei tässä käsitellä.

Suomen kansallisen lainsäädännön merkittävin viime vuosien uudistus on 1.3.2000 voimaan tullut uusi *perustuslaki*. Jo aiemmin oli arvopaperimarkkinoita sääntelevien yksityiskohdistaisten direktiivien kansallinen täytäntöönpano ollut haasteellista, kun erityisesti norminantovaltuuksien osoittaminen Rahoitustarkastukselle oli puuttuvan parlamentaarisen vastuukatteen takia hankalaa, koska Rahoitustarkastus ei ole Valtioneuvoston alainen viranomainen, vaan toimii Suomen Pankin yhteydessä.³⁷ Arvopaperimarkkinoiden sääntely on monikerroksista, ja laintasoisia normeja täydennetään viranomaisten antamilla asetuksilla, määräyksillä, ohjeilla ja kannanotoilla. Perustuslain 80 §:ssä säädetty edellytykset lainsäädäntövallan delegoimiselle asettavat merkittäviä reunaehdoja viranomaissääntelylle.

Tämän kirjoituksen näkökulmasta merkityksellinen on perustuslain 124 §, jossa säädetään julkisesta hallintotehtävästä ja jota on pidetty ”periaatteellisesti tärkeimpänä hallintoa koskevana uutena säännöksenä”.³⁸ Lainkohta liittyy edellä sivuttuun kysymykseen markkinapaikan julkisoikeudellisista tehtävistä ja velvollisuuksista. AML:ssa ei ole säädetty oikeusturvan ja hyvän hallinnon vaatimusten toteutumisesta arvopaperipörssin toiminnassa, mikä on nykyisen perustuslain oloissa ilmeinen puute. Tällaisina menettelysidonnaisuutta korostavina tehtävinä voitaneen pitää arvopaperipörssin sisäisen kurinpito- ja muutoksenhakujärjestelmän organisoitua sekä hallinto-oikeudellista valitusmahdollisuutta pörssin päätöksistä viranomaiselle.³⁹ Arvopaperipörssin julkisoikeudellista asemaa koskevat AML:n alkuperäiset perustelut ovatkin nykyoloissa ongelmalliset.⁴⁰

Toisena esimerkkinä voidaan mainita *verotus*, joka vaikuttaa paljon sijoittamiseen. Tämän kirjoituksen näkökulman kannalta on kiinnostavaa, että verolainsäädännössä on useita viitauksia AML 1 luvun 3 §:ssä määritellyyn julkiseen kaupankäyntiin. Tuloverolain (1535/1992) 33 a §:ssä on säädetty julkisesti noteeratusta yhtiöstä saadusta osingosta. Tällaista julkista kauppaa käydään Helsingin Pörssin ylläpitämällä päälistalla, joka on AML:ssa tarkoitettu pörssilistä, ja saman yhtiön ylläpitämällä I-, NM- ja prelistoilla, joilla harjoitetaan AML 3 luvun 12 §:ssä tarkoitettua muuta julkista kaupankäyntiä. Pörssin ulkopuolella ei tällä hetkellä Suomessa järjestetä julkista kaupankäyntiä. Varainsiirtoverotus on vastaavalla tavalla kytketty AML:n julkisen kaupankäynnin määritelmään varainsiirtoverolain (931/1996) 15 §:n 5 momentissa, ja se kannustaa käymään arvopaperikauppaa arvopaperipörssissä. Arvopaperien ta-

³⁷ PeVL 12/1996 vp (HE:stä 7/1996 laiksi sijoituspalveluyrityksistä ja siihen liittyväksi lainsäädännöksi).

³⁸ Kaarlo Tuori: Perustuslakiuudistus ja hallinto-oikeus. Lakimies 1999, s. 538.

³⁹ Matti Rudanko, mts. 103.

⁴⁰ ”Arvopaperipörssitoimintaa ei ole tarkoitettu varsinaisesti yksityiseksi elinkeinotoiminnaksi, vaikka ehdotuksessa onkin katsottu tarkoituksenmukaiseksi antaa yksityisoikeudellisten yhteisöjen huolehtia arvopaperipörssitoiminnasta maassamme.” AML 10 luvun 3 §:n kritiikistä ks. Toivo Holopainen: Valitusoikeus ja valituskielto hallinnossa. Juhlajulkaisu Lassi Kilpi (1989), s. 53–58.

kaisinostosopimuksen tai lainaussopimuksen sääntely viimeksi mainitussa säännöksessä sekä elinkeinotulon verottamisesta annetun lain (368/1968) 6 §:n 6 ja 7 momenteissa on puolestaan osoittautunut riittämättömäksi arvopaperimarkkinoilla ilmeisen merkityksellisen rahoitusvaakuuslain tehokkaan toteutumisen kannalta.

Nämä esimerkit osoittavat, millainen merkitys arvopaperimarkkinoiden organisaatiota – joka edellä todettiin yhdeksi AML:n alkuperäisistä tavoitteista – koskevalla verolainsäädännöllä on. Arvopaperimarkkinalainsäädännöllä voi toisaalta olla merkitystä verotuksessa myös ilman nimenomaista viittausta tiettyyn lain säännökseen. Monesti kuulee kritisoidavan verolainsäädännön joustamattomuutta mutta harvemmin analysoitavan sitä, miten yksityisoikeudellista lainsäädäntöä voisi kehittää verolainsäädäntöön mukautuen. Tällaisesta käyvät esi-merkkinä sijoitusrahastot. Tuloverolain 20 §:n 1 momentin 2 kohdassa mainitaan sijoitusrahasto niiden yhteisöjen joukossa, jotka ovat vapaita tulon perusteella suoritettavasta verosta. Vaikkei tuloverolaissa suoraan viitatakaan sijoitusrahastolakiin, tarkoitetaan sijoitusrahastolla nimenomaan sijoitusrahastolain mukaisesti perustettua suomalaista sijoitusrahastoa. Sijoitusrahastojen verotuksellinen asema tuloverosta vapaana yhteisönä on säilynyt ennallaan vuodesta 1987, vaikka verolainsäädännössä on sen jälkeen ollut useita merkittäviä uudistuksia ja alkuperäinen sijoitusrahastolakikin on kumottu. Sijoitusrahastojen verokohtelun säätämisen taustalla olleet tavoitteet eivät nekään välttämättä enää toteudu sijoitusrahastolaissa tapahtuneiden muutosten vuoksi. Sijoitusrahastojen volyymikehitys on ollut huomattava, sillä vuoden 1991 lopussa sijoitusrahastojen yhteenlaskettu pääoma oli 400 miljoonaa markkaa, kun se kesäkuun lopussa 2005 oli kasvanut 600-kertaiseksi ja ylittänyt 40 miljardia euroa.⁴¹ Verolainsäädäntö ei ole ainakaan haitannut tätä kehitystä.

Toisaalta päinvastaisiakin esimerkkejä on. Kiinteistörahastolain mukaisia osakeyhtiömuotoisia rahastoja ei ole Suomeen perustettu, joten laki on jäänyt käyttämättömäksi. Osakeyhtiömuotoisten kiinteistörahastojen ja niiden osakkaiden verokohtelusta ei ole tulon kaksinkertaisen verotuksen välttämiseksi vastaavaa erityissääntelyä kuin sijoitusrahastojen ja niiden osuudenomistajien verotuksesta.⁴² Sekä arvopaperimarkkinalainsäädännön että verolainsäädännön tavoitteiden yhtäaikaista toteutumista voitaisiinkin parhaiten edistää kehittämällä lainsäädäntöjä samanaikaisesti eikä yksipuolisesti toisen lainsäädännön alan näkökulmasta. Useissa muissa valtioissa, joissa yhteissijoitustoiminta on kehittyneempää, sijoitustoiminnan kehittämisessä pyritään ottamaan kokonaisvaltaisemmin huomioon sekä arvopaperimarkkinoille että verotukselle asetetut tavoitteet.⁴³

Kolmanneksi on luontevaa ajatella, että AML:n ja *osakeyhtiölain* (OYL, 734/1978) välille pitäisi rakentaa tiiviimpi yhteys. Tällöin on tärkeä asema OYL:n vireillä olevalla kokonaisuudistuksella (HE 109/2005 vp.). Siinä korostuvat osakeyhtiön toiminnan keskeiset periaatteet, jotka

⁴¹ HE 309/1992 laeiksi sijoitusrahastolain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta, s. 3; Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry:n tilastot. Saatavilla <http://www.sijoitusrahastot.fi>.

⁴² Erkki Kontkanen: Pankin verotuksesta (2002), s. 142–143, jossa selostetaan kiinteistörahastolain eduskuntakäsittelyssä esiin tuotuja näkemyksiä verolainsäädännön muutostarpeista.

⁴³ Tomi Viitala: Kiinteistörahastolainsäädäntö ja kiinteistösijoitusten verotus – kansainvälinen vertailu. Valtiovarainministeriön tutkimukset ja selvitykset 4/2004.

on koottu ehdotettavan uuden OYL:n 1 lukuun. Tällä tavoin pyritään korostamaan periaatteiden merkitystä osakeyhtiöoikeudessa. Periaatteilla tarkoitetaan yhtiöoikeudellisesti merkittävien oikeussuhteiden kannalta keskeisiä periaatteita, jotka sääntelevät osakkeenomistajien, velkojien ja yhtiön johdon asemaa ja keskinäisiä suhteita.⁴⁴ Periaatteiden korostaminen uudessa OYL:ssa on sikäli mielenkiintoista, että osakeyhtiöoikeudelle ei ole aiemmin katsottu kehittyneen omia yleisiä oppeja muutoin kuin eräiden peruskäsitteiden vakiintuneen merkityksen kannalta.⁴⁵

”Yleiset opit” -käsitteen täsmällinen sisältö on epäselvä. Tavanomaisesti yleisillä opeilla tarkoitetaan jonkin oikeudenalan peruskäsitteitä ja yleisiä oikeusperiaatteita. Olisi ilmeisen liioiteltua pitää uuden OYL:n keskeisiä periaatteita ja lähtökohtia osakeyhtiöoikeuden yleisinä oppeina. OYL:ssa valittua kehitystä ei kuitenkaan voida sivuuttaa AML:n tulevassa uudistustyössä. On selvittämättä, voitaisiinko voimassa olevasta oikeudesta tiivistää AML:iin keskeisiä periaatteita ja lähtökohtia – kuten sijoittajansuoja – vastaavalla tavalla kuin uudessa OYL:ssa. AML:ssa on esim. runsaasti määritelmiä, mutta uudessa OYL:ssa ei erikseen määriteltäisi edes lain peruskäsitettä ”osakeyhtiö”, vaan osakeyhtiötä kuvataan useassa eri OYL 1 luvun säännöksessä. Perinteisesti lainsäätäjä on ollut ”viisaan varovainen” yleisten oppien piiriin kuuluvissa kysymyksissä ja esim. vahingonkorvauslain joustavan laintasaisen sääntelyn on katsottu mahdollistaneen kehityksen, jossa oikeuskehitys on edellyttänyt huomattavaa panosta alan lainopilliselta kirjallisuudelta ja tuomioistuimilta.⁴⁶ AML:iinkin kohdistuva oikeustieteellinen tutkimus on vahingonkorvausoikeuden tavoin ollut aktiivista, mutta oikeuskäytäntöä ei ole kertynyt yhtä runsaasti kuin vahingonkorvauslaista. Tästä huolimatta AML:n peruskäsitteiden ja keskeisten lähtökohtien kehittämistä – uuden OYL:n tavoin – olisi ilmeisesti syytä harkita. Mallia voidaan hakea Isosta-Britanniasta, jossa arvopaperimarkkinoiden sääntelyn tavoitteet on lausuttu julki (sijoittajansuoja, markkinoiden vakaus, talousrikollisuuden estäminen jne.).

Yhteenveto

Edellä on tarkasteltu arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistuksen tarvetta kolmesta näkökulmasta. Lainsäädäntötekniset seikat, markkinakehityksestä johtuvat syyt ja yhtymäkohdista muuhun lainsäädäntöön johtuvat muutostarpeet puoltavat kukin osaltaan tällaista uudistusta. Koska uusien arvopaperimarkkinoita koskevien EU-direktiivien säätämisen paine on selvästi hellittämässä, mahdollisuus kokonaisuudistukseen on myös ajallisesti käsillä. EU-sääntelyn yksityiskohtaisuus ja yhtymäkohdat verolainsäädäntöön edellyttävät lainvalmistelulta samanaikaisesti laaja-alaista otetta ja teknistä huolellisuutta. Osakeyhtiölain kokonaisuudistuksessa valittu tapa tiivistää keskeiset periaatteet säädöksen alkuun tarjoaa yhden mahdollisuuden selkeyttää yksityiskohtaista säännöstöä ja turvata sen käyttökelpoisuus.

⁴⁴ Osakeyhtiölakityöryhmän mietintö 6.5.2003. Oikeusministeriö. Työryhmämietintö 2003:4, s. 84.

⁴⁵ Pekka Timonen, mts. 135; Pekka Timonen: Yhtiöoikeus, teoksessa ”Oikeustiede Suomessa 1900–2000” (toim. Urpo Kangas), s. 283.

⁴⁶ Kimmo Nuotio: Oikeuslähteet ja yleiset opit. Lakimies 2004, s. 1279–1280.