

Arvo-osuuksien moniportaisen hallinnan käyttöönoton vaikutukset

Riku Jaakkola

Lapin yliopisto

Oikeustieteiden tiedekunta

Pro gradu -tutkielma

2016

Lapin yliopisto, oikeustieteiden tiedekunta

Työn nimi: Arvo-osuuksien moniportaisen hallinnan käyttöönoton vaikutukset

Tekijä: Riku Jaakkola

Opetuskokonaisuus ja oppiaine: Kauppaoikeus

Työn laji: Tutkielma Laudaturtyö Lisensiaatintyö Kirjallinen työ

Sivumäärä: 72

Vuosi: 2016

Tiivistelmä:

Tutkielmassa tarkastellaan oikeusdogmaattisesta näkökulmasta sitä, millaisia vaikutuksia arvopapereiden moniportaisen hallintajärjestelmän käyttöönotolla olisi Suomessa eri toimijoille. Vaikutuksia esitellään tutkimuksessa sijoittajien, liikkeeseenlaskijoiden, viranomaisten ja kolmansien osapuolien näkökulmasta.

Euroopan unionin arvopaperikeskusasetuksen (909/2014/EU) implementointi aiheutti lakiesityksiä Suomen arvopaperihallintajärjestelmän muuttamiseksi useissa muissa valtioissa käytössä olevaan moniportaisen hallinnan järjestelmään. Moniportaisen järjestelmän käyttöönotto aiheuttaisi yhteistilien käyttöönoton ja näiden tilien hyödyntäminen edellyttää hallintarekisteröintiä, jolloin arvo-osuuksien todellinen edunsaaja jää osakasluettelossa tuntemattomaksi.

Moniportaisen hallintamallin ohella tutkimuksessa esitellään nykyisen lainsäädännön mahdollistamia tapoja anonyymiin sijoittamiseen oman pääoman ehtoisiin arvopapereihin. Tutkimuksessa todetaan myös hallintarekisteröinnin olevan mahdollista jo nykyisen lainsäädännön mukaisesti ulkomaista oikeushenkilöä käyttämällä.

Tutkimuksessani tulin siihen johtopäätökseen, että kansainvälisesti arvopapereiden hallintajärjestelmissä ollaan pyrkimässä kohti suurempaa julkisuutta ja läpinäkyvyyttä. Nykyisessä kansainvälisessä ilmapiiirissä en pidä mielekkäänä siirtymistä julkisuudeltaan heikompaan moniportaisen hallinnan järjestelmään huolimatta sen tarjoamista mahdollisista taloudellisista eduista.

Avainsanat: arvo-osuusjärjestelmä, moniportainen hallinta, hallintarekisteri, omistuksen julkisuus

Muita tietoja:

Suostun tutkielman luovuttamiseen Rovaniemen hovioikeuden käyttöön

Suostun tutkielman luovuttamiseen kirjastossa käytettäväksi

SISÄLLYSLUETTELO

LUETTELO LYHENTEISTÄ.....	IV
LÄHTEET	VI
1 JOHDANTO	1
2 ARVOPAPERIMARKKINAT JA HALLINTAREKISTERI.....	5
2.1. ARVOPAPERIMARKKINAT JA NIIDEN HISTORIAALINEN KEHITYS.....	5
2.1.1. Arvopaperimarkkinat	5
2.1.2. Arvopaperimarkkinoiden historiallinen kehitys.....	6
2.1.3. EU-sääntely ja kansainväliset hankkeet	7
2.2. ARVO-OSUUSJÄRJESTELMÄ.....	10
2.3. OSAKEOMISTUKSEN JULKISUUS.....	11
2.4. ARVOPAPERIEN HALLINTA	14
2.4.1. Suora hallinta	14
2.4.2. Moniportainen hallinta	15
2.4.3. Hallintarekisteröinnin vaikutus osakkeenomistuksen julkisuuteen	16
2.4.4. Ruotsin järjestelmä.....	18
2.4.5. Arvopaperikaupan toiminta	19
2.4.6. Keskusvastapuoli ja nettouttaminen	20
2.5. PAKOTTAAKO ARVOPAPERIKESKUSASETUS HALLINTAJÄRJESTELMÄN MUUTOKSEEN?	22
2.5.1. EU-oikeuden ja kansallisen oikeuden suhde	22
2.5.2. Arvopaperikeskusasetuksen artiklan 38 tulkinta	23
3 MONIPORTAISEN HALLINNAN VAIKUTUKSET TIEDONSAANTIIN	26
3.1. TOSIASIALLINEN EDUNSAAJA	26
3.2. VAIKUTUKSET LIIKKEESEENLASKIJOILLE	28
3.3. VAIKUTUKSET SIOITTAJILLE	31
3.3.1. Nykytilanne.....	32
3.3.2. Työryhmän esityksen mukaisen moniportaisen hallinnan vaikutukset	33
3.4. VAIKUTUKSET VIRANOMAISILLE	37
3.5. VAIKUTUKSET KOLMANSILLE OSAPUOLILLE	40
4 MONIPORTAISEN HALLINNAN TALOUDELLISET VAIKUTUKSET	45
4.1. VAIKUTUKSET SIOITTAJILLE	46
4.1.1. MAHDOLLISUUS VALITA SUORA TAI MONIPORTAINEN OMISTUS.....	46
4.1.2. TRANSAKTIOKUSTANNUKSET	47
4.1.2.1. Selvityskustannukset	47

4.1.2.2. Arvopaperikeskuksen monopoliasema.....	49
4.1.3. OSAKASOIKEUKSIEN KÄYTTÄMINEN JA YHTIÖKOKOUKSEEN OSALLISTUMINEN	50
4.1.4. OMAISUUDEN ERILLISYYS JA EROTTUVUUS JA NIIDEN VAIKUTUKSET SÄILYTTÄJÄN MAKSUKYVYTTÖMYYSTILANTEESSA	52
4.1.5. OSINKOJEN JA OMAISUUSTAPAHTUMIEN TOTEUTTAMINEN	54
4.2. VAIKUTUKSET LIIKKEESEENLASKIJALLE	55
4.3. VAIKUTUKSET VIRANOMAISILLE	57
5 OSAKEOMISTUKSEN SALAAMINEN	61
5.1. ULKOMAISEN OIKEUSHENKILÖN KÄYTTÄMINEN	61
5.2. SIIJOITUSRAHASTOT	63
5.3. KAPITALISAATIOSOPIMUKSET	65
6 JOHTOPÄÄTÖKSET	68

Luettelo lyhenteistä

AML	Arvopaperimarkkinalaki
AOJL	Laki arvo-osuusjärjestelmästä
AOJSL	Laki arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta
AOTL	Laki arvo-osuustileistä
APTL	Laki arvopaperitileistä
Arvopaperikeskusasetus	Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 909/2014
eAOJSL	Työryhmän VM 033:00/2014 ehdotus laiksi arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta
EU	Euroopan unioni
FATF	The Financial Action Task Force
Fiva	Finanssivalvonta
FK	Finanssialan keskusliitto
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
SipaL	Sijoituspalvelulaki
SRL	Sijoitusrahastolaki
Tiedonantovelvollisuusasetus	Valtiovarainministeriön asetus arvopaperin liikkeeseenlaskijan säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta 1020/2012
TVL	Tuloverolaki
Työryhmä	Arvopaperien säilytysmallien laajentumisen ja yhdentyvien markkinarakenteiden toteutumisen arviointi sekä arvopaperikeskusasetuksen täytäntöönpanon valmistelu -työryhmä

vAML

Arvopaperimarkkinalaki 26.5.1989/495

Väliyhteisölaki

Laki ulkomaisten väliyhteisöjen osakkaiden verotuksesta

LÄHTEET

Kirjallisuus

Aarnio, Aulis: Mitä seuraavaksi? *Lakimies* 1998/6–7, s. 983–991.

Afrell, Lars – Wallin-Norman, Karin: Direct or Indirect Holdings – a Nordic Perspective. *Uniform Law Review*, Vol. X. 2005–1/2, s. 277–284.

Brau, James – Fawcett, Stanley: Evidence of What CFOs Think About the IPO Process. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol 18 (summer 2006), s. 107-117.

Brusila, Eija: Arvopaperikauppojen nettouttavien selvitysjärjestelmien ongelmakohtia. Helsinki: Suomen Pankki, 1994.

Eskola, Jari – Suoranta, Juha: Johdatus laadulliseen tutkimukseen. Tampere: Vastapaino, 2008.

Garcimartín Alférez, Fransisco J.: The UNIDROIT Project on Intermediated Securities: Direct and Indirect Holding Systems. *InDret* 1/2006.

Gómez-Sancha Trueba, Ignacio: Indirect holding of securities and exercise of shareholding rights (a Spanish perspective). *Capital Markets Law Journal* (2008) 3 (1) s.32–57.

Ikäheimo, Seppo – Laitinen, Erkki K. – Laitinen, Teija – Puttonen, Vesa: Laskentatoimi ja rahoitus. Vaasa: Vaasan Yritysinformaatio Oy, 2011.

Hakkola, Esa. Oikeustapauskommentti ratkaisusta KKO 2008:116 (ään.), *Lakimies* 4/2009 s. 658–665.

Hirvonen, Markku – Lith, Pekka – Walden, Risto: Suomen kansainvälistyvä harmaa talous. Eduskunnan tarkastusvaliokunnan julkaisu 1/2010.

Hirvonen, Markku – Määttä, Kalle: Harmaan talouden torjunta, Selvitys harmaan talouden ja talousrikollisuuden torjuntatoimista 2010–2014 eduskunnan tarkastusvaliokunnalle. 19.1.2015.

Hoppu, Kari: Sijoitustuotteiden markkinoinnin sääntely. Vantaa: Dark Oy, 2004.

Huhtamäki, Heikki A.: Vallankäytöstä ja yhtiökokoukseen osallistumisesta hallintarekisteröidyillä osakkeilla, *Defensor Legis* 6/2008 s. 948–960.

Häyrynen, Janne: Arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttö. Vammala: Vammalan Kirjapaino Oy, 2006.

- Kartio, Leena: Esineoikeuden perusteet. Helsinki: Lakimiesliiton Kustannus, 2001.
- Korhonen, Rauno: Perusrekisterit ja tietosuojat. Helsinki: Edita Prima Oy, 2003.
- Koulu, Risto – Havansi, Erkki – Korkea-Aho, Emilia – Lindfors, Heidi – Niemi, Johanna: Insolvenssioikeus. Helsinki: WSOYpro, 2009.
- Knuts, Mårten: Sisäpiirisääntely arvopaperimarkkinoilla. Helsinki: Talentum, 2011.
- Knuutinen, Reijo: Verosuunnittelua vai veron kiertämistä. Helsinki: Sanoma Pro Oy, 2012.
- Kyläkallio, Juhani – Iirola, Olli – Kyläkallio, Kalle: Osakeyhtiö. Helsinki: Edita, 2008.
- Linnakangas, Esko: Varallisuusveron synty, hiipuminen, kuolema ja reinkarnaatio, teoksessa Yritys, omistaja ja verotus. Juhlajulkaisu Seppo Penttilälle. Helsinki: Edita, 2014, s. 213–222.
- Majuri, Tuomas: Suomen arvo-osuusjärjestelmä ja kansainväliset hankkeet arvopaperikaupan selvitystoiminnan oikeusvarmuuden kehittämiseksi, teoksessa Kansainvälistyvät rahoitusmarkkinat ja asiakas – kirjoituksia rahoitusmarkkinaoikeudesta. Helsinki: Edita Prima Oy, 2007, s. 120–149.
- Marjosola, Heikki: Suomen yleisen arvopaperioikeuden modernisointi – arvopaperitililain kynnyksellä, Lakimies 2/2012 s. 303–326.
- Mikkola, Tuulikki: Yhteisomistus. Helsinki: WSOYpro, 2008.
- Myller, Marko: Keskusvastapuoliselvitys alkaa Helsingin pörssissä: Mikä muuttuu? Suomen Pankki, rahoitus- ja tilasto-osasto, 14.10.2009.
- Mäenpää, Olli: Julkisuus oikeuskulttuurin perustekijänä. Lakimies 7–8/2015, s. 1136–1141.
- Mähönen, Jukka: Arvopapereiden moniportaisen hallinnan toteuttaminen Suomessa – viimeisimmät vaiheet, teoksessa Varallisuus, vakuudet ja velkojat. Juhlajulkaisu Jarmo Tuomisto 1952 – 9/6 – 2012. Turku 2012, s. 267–284.
- Mähönen, Jukka – Villa, Seppo: Osakeyhtiö II – Pääomarakenne ja rahoitus. Helsinki: Sanoma Pro Oy, 2012.
- Mähönen, Jukka – Villa, Seppo: Osakeyhtiö III – Corporate Governance. Helsinki: Sanoma Pro Oy, 2010.

Nykänen, Pekka: Julkisesti noteerattujen arvopapereiden luovutusvoitot henkilöverotuksessa. Helsinki: Edita Prima Oy, 2004.

Ojanen, Tuomas: EU-oikeuden perusteita. Helsinki: Edita, 2007.

Ossa, Jaakko: Kapitalisaatiosopimuksen verokohtelu, teoksessa Yritys, omistaja ja verotus. Juhla-julkaisu Seppo Penttilälle. Helsinki: Edita, 2014, s. 309–323.

Parkkonen, Jarmo – Knuts, Mårten: Arvopaperimarkkinalaki. Helsinki: Talentum, 2014.

Pohjola, Matti: Taloustieteen oppikirja. Helsinki: Sanoma Pro Oy, 2012.

Rissanen, Kirsti – Airaksinen, Manne – Bärlund, Johan – Castrén, Martti – Harju, Ilkka – Jauhainen, Jyrki – Kaisanlahti, Timo – Kivivuori, Antti – Kuoppamäki, Petri – Mähönen, Jukka – Villa, Seppo – Wilhelmsson, Thomas: Yritysoikeus. Helsinki: WSOYpro, 2006.

Rudanko, Matti: Arvopaperimarkkinat ja siviilioikeus. Helsinki: Lakimiesliiton kustannus, 1998.

Seppänen, Esko: Oy Suomi-Finland Ab. Helsinki: Kansankulttuuri Oy, 1974.

The Giovannini Group: Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union. Bryssel, 2001.

Toiviainen, Heikki: Yrityksen yhteiskuntavastuu ja Corporate Governance. Teoksessa Business Law Forum 2004, toim. Esa Kolehmainen, Edita Publishing Oy, Helsinki 2004, s. 389–435.

Turing, Dermot: Omnibus Accounts. Legal Certainty Group, 31.08.2005.

Virtanen, Marjatta: Sijoittajasuhteet johdon vastuuna. Helsinki: WSOYpro Oy, 2010.

Äimä, Kristiina: Automaattinen tietojenvaihto Euroopan Unionissa, teoksessa Yritys, omistaja ja verotus. Juhlajulkaisu Seppo Penttilälle. Helsinki: Edita, 2014, s. 453–466.

Virallislähteet

Arvopapereiden moniportainen hallinta. Valtiovarainministeriön työryhmämuistioita 14/2002, (VM 14/2002).

Arvopaperien säilytysmallien laajentumisen ja yhdentyvien markkinarakenteiden toteutumisen arviointi sekä arvopaperikeskusasetuksen täytäntöönpanon valmistelu. Työryhmämuistio, (VM 033:00/2014).

Arvopaperimarkkinalain kokonaisuudistus, Työryhmän muistio. Valtionvarainministeriön julkaisuja 12/2011.

Eduskunnan täysistunto: Suullinen kysymys hallintarekisteristä. PTK 71/2015 vp.

ESCA: Account segregation practices in Europe. 13.10.2015.

Euroopan komissio: Toimintasuunnitelma: eurooppalainen yhtiöoikeus sekä yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmä – nykyaikainen oikeudellinen kehys aiempaa sitoutuneemmille osakkeenomistajille ja kestävää liiketoimintaa harjoittaville yrityksille. COM(2012) 740.

FATF Guidance: Transparency and beneficial ownership. October 2014.

Finanssivalvonnan julkinen varoitus. Fiva 6/02.04/2012.

Finanssivalvonnan julkinen varoitus. Fiva 36/02.04/2012.

Finanssivalvonta: Vastaus lausuntopyyntöön. Fiva 25/01.01.00/2015.

Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi. Luonnos 21.10.2015.

Hallituksen kansainvälisen veronkierron vastainen toimintaohje. 12.3.2014.

HE 28/2016 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta sekä eräksi siihen liittyviksi laeiksi.

HE 4/2013 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi Finanssivalvonnasta annetun lain muuttamisesta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi.

HE 160/2009 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle Luxemburgin kanssa tulo- ja varallisuusveroja koskevan kaksinkertaisen verotuksen välttämiseksi tehdyn sopimuksen muuttamisesta tehdyn pöytäkirjan hyväksymisestä ja laiksi pöytäkirjan lainsäädännön alaan kuuluvien määräysten voimaansaattamisesta.

HE 52/2009 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi osakeyhtiölain, arvopaperimarkkinalain ja vakuutusyhtiölain muuttamisesta.

HE 144/2005 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi varallisuusverolain kumoamisesta ja laiksi varojen arvostamisesta verotuksessa sekä eräksi niihin liittyviksi laeiksi.

HE 175/2002 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi Rahoitustarkastuksesta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi.

HE 28/2000 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle arvo-osuusrekisterien keskittämistä arvopaperikeskukseen koskevaksi lainsäädännöksi.

HE 104/1990 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi arvo-osuusjärjestelmästä sekä siihen liittyväksi lainsäädännöksi.

HE 157/1988 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle arvopaperimarkkinalaiksi ja siihen liittyväksi lainsäädännöksi.

HE 27/1977 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi.

Kilpailu- ja kuluttajavirasto: Lausuntopyyntö luonnoksesta hallituksen esitykseksi laiksi arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta sekä eräksi siihen liittyviksi laeiksi. 2.11.2015.

Kilpailuviraston ratkaisu 553/61/2000 Suomen Arvopaperikeskuksen kilpailuoikeudellinen asema ja hinnoittelu arvopaperien selvitystoiminnassa.

Lagrådsremiss: Värdepapperscentraler och kontoföring av finansiella instrument. 4.6.2015.

LaVM 4/1978 Lakivaliokunnan mietintö n:o 4 hallituksen esityksen johdosta uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi.

Liljebloom, Eva: Arvopaperien moniportaisen hallinnan ja hallintarekisteröinnin laajentamisen taloudelliset vaikutukset, selvityshenkilön raportti. 32/2010.

OM 176/43/2014: Lausunto 23.9.2014.

Tietosuojavaltuutetun toimisto: Lausunto suomalaisen osakeomistuksen julkisuudesta. 2.11.2015.

Valtiovarainministeriö – Rahoitusosasto: Lausuntopalaute luonnoksesta hallituksen esitykseksi laiksi arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta sekä eräksi siihen liittyviksi laeiksi. 5.3.2015.

Valtiovarainministeriön vero-osaston lausunto luonnoksesta hallituksen esitykseksi laiksi arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta sekä eräksi siihen liittyviksi laeiksi. 2.11.2015.

Verohallinto: Hallintarekisteröidyille osakkeenomistajille maksettujen osinkojen lähdeveromenettelyn yleisanalyysi. 5.7.2010.

VN 1/2015 Valtioneuvoston kirjelmä eduskunnalle valtioneuvoston jäsenten sidonnaisuuksista.

Muut lähteet

Euroclear Finland Oy: Vastaus selvityspyyntöön 227/4/11.

Finanssialan Keskusliiton julkaisu 5.5.2011: Vakuutusyhtiöt Suomessa 2010.

Finanssialan Keskusliiton julkaisu 27.4.2015: Vakuutusyhtiöt Suomessa 2014.

G20: High-Level Principles on Beneficial Owner Transparency. Brisbane, 2014.

NASDAQ OMX Helsinki: Sisäpiiriohje pörssiyhtiöille. Voimaan 1.7.2013.

Suomen Sijoitustutkimus: Rahastoraportti – Tammikuu 2016.

Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry: Rahastoraportti – Helmikuu 2006.

Zucman, Gabriel: Knocking on Haven's Door. LSE Connect, Summer 2014. s. 10–11.

Sähköiset lähteet

http://datalysaattori.fi/wp-content/uploads/2012/12/ea_euroclear_kantelu.pdf, viitattu 16.6.2016.

<http://datalysaattori.fi/porssiomistajien-nimet-maksavat-50-000-euroa/>, viitattu 16.6.2016.

<https://www.ecb.europa.eu/paym/t2s/about/html/giovannini.en.html>, viitattu 27.11.2015.

https://www.euroclear.com/dam/EFi/Public/140610_APKasetus_ja_sailytysmallien_erot_Keskustelutilaisuus.pdf.

<http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Finanssiasiakas/Tuotteita/Sijoittaminen/Kapitalisaatiosopimukset/Pages/Default.aspx>, viitattu 17.3.2016.

<https://www.gov.uk/government/news/public-register-to-boost-company-transparency>, viitattu 11.7.2016.

<http://www.hs.fi/kotimaa/a1380259962888>, viitattu 11.7.2016.

Legal Certainty Group: Mandate. Saatavilla osoitteessa http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/mandate_en.pdf, viitattu 30.11.2015.

<http://www.porssitieto.fi/kirjoitus/osakeyhtiolaki-1979.html>, viitattu 16.6.2016.

http://www.suomenpankki.fi/fi/tilastot/arvopaperitilastot/pages/tilastot_arvopaperimarkkinat_osakkeet_kanta_ja_vaihto_chrt_fi.aspx.

Transparency International: <http://www.transparency.org/cpi2015>, viitattu 7.5.2016.

<http://www.unidroit.org/status>.

Verohallinnon ohje kapitalisaatiosopimuksen verotuksesta. Saatavilla osoitteessa [https://www.vero.fi/fi-](https://www.vero.fi/fi-FI/Syventavat_veroohjeet/Elinkeinoverotus/Kapitalisaatiosopimuksen_verotus%2838766%29)

[FI/Syventavat_veroohjeet/Elinkeinoverotus/Kapitalisaatiosopimuksen_verotus%2838766%29](https://www.vero.fi/fi-FI/Syventavat_veroohjeet/Elinkeinoverotus/Kapitalisaatiosopimuksen_verotus%2838766%29), viitattu 3.3.2016.

http://yle.fi/uutiset/hallitus_hautaa_kiistellyn_hallintarekisterin__stubb_en_ole_harkinnut_eroa/8494124, viitattu 4.6.2016.

1 JOHDANTO

Arvopaperimarkkinat ovat olennainen osa nyky-yhteiskuntaa. Käytössä oleva arvopapereiden hallintajärjestelmä vaikuttaa merkittävästi arvopaperimarkkinoiden toimintaan. Arvopaperimarkkinoiden hallintajärjestelmän merkitystä yhteiskunnalle kuvaa se, että Helsingin Pörssin markkina-arvo oli tammikuussa 2016 191.317 miljoonaa euroa ja tammikuun aikana käytiin osakekauppaa 11.657 miljoonalla eurolla.¹ Pörssissä vaihdettaviin arvopapereihin on siis sidottuna valtavia pääomia. Arvopaperikeskusasetuksen myötä keskustelu suomalaisesta hallintajärjestelmästä on tullut jälleen ajankohtaiseksi. Asia on kiinnostanut erityisesti tiedotusvälineitä, sillä niiden intressissä on kaikkien mahdollisesti asiakkaita kiinnostavien asioiden mahdollisimman suuri julkisuus. Tästä syystä hallintarekisteriasia on saanut paljon palstatilaa.

Valitsin tutkimukseni aihealueeksi moniportaisen hallintajärjestelmän johtuen sen ajankohtaisuudesta ja asian ympärillä pyörineestä keskustelusta. Aihealueesta ei ole myöskään kirjoitettu kovinkaan paljon, koska se on luonteeltaan hypoteettinen kysymys suomalaisten sijoittajien kannalta. On kuitenkin muistettava, että moniportaisen hallinnan järjestelmä on jo tällä hetkellä käytössä ulkomaisten sijoittajien osalta näiden niin halutessa. Oikeuskirjallisuudessa ei ole vielä ehditty ottaa kantaa tuoreimpiin aihetta koskeviin esityksiin.

Valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinaosasto on ehdottanut arvopapereiden moniportaista hallintaa Suomeen myös suomalaisille sijoittajille useita kertoja vuodesta 2002 lähtien. Viimeisin ehdotus kumpusi Euroopan unionin arvopaperikeskusasetuksesta (909/2014/EU). Asetuksen 49 artikla antaa arvopapereiden liikkeeseenlaskijalle oikeuden saattaa arvopaperinsa kaupankäynnin kohteeksi missä tahansa arvopaperikeskuksessa, joka on sijoittautunut mihin tahansa EU:n jäsenvaltioon ja noudattaa asetuksessa annettuja ehtoja. Asetuksen myötä Suomessa perustettiin työryhmä arvopaperien säilytysmallien laajentumisen ja yhdyntyvien markkinarakenteiden toteutumisen arviointia ja arvopaperikeskusasetuksen täytäntöönpanoa varten (työryhmä).

Työryhmä julkisti esityksensä asiaa koskien 1.7.2014. Lausuntokierroksen jälkeen ehdotukseen tehtiin jonkin verran muutoksia ja uusi esitys laitettiin lausunnolle 14.11.2014. Asia valmisteltiin vielä kerran muutoksineen ja viimeinen versio lakiesityksestä, jossa oli vielä mukana moniportaisen hallinnan laajentaminen koskemaan myös suomalaisia sijoittajia, laitettiin lausuntokierrokselle 21.10.2015. Lain valmistelua pidettiin joissain lausunnoissa kiirehdyttynä, ja esimerkiksi Finanssi-

¹

http://www.suomenpankki.fi/fi/tilastot/arvopaperitilastot/pages/tilastot_arvopaperimarkkinat_osakkeet_kanta_ ja_vaihto_chrt_fi.aspx.

valvonnan lausunnon mukaan lausuntojen antamiselle annettu aika oli auttamatta liian lyhyt. Lisäksi esitystä pidettiin usean lausuntokierroksen jälkeenkin lakiteknisesti keskeneräisenä ja rakenteeltaan vaikeaselkoisena.² Lainvalmistelu sai muiltakin osapuolilta ja lausunnonantajilta negatiivista palautetta ja nousi myös median hampaisiin. Viimeisenä pisarana moniportaisen hallinnan sallimisen kannalta voidaan pitää sitä, kun valtiovarainministeri Alexander Stubb väitti virheellisesti 26.11.2015 eduskunnassa 90 prosentin lakihankkeesta annetuista lausunnoista olleen myönteisiä.³ Pian tämän jälkeen 1.12.2015 Stubb piti tiedotustilaisuuden, jossa hän totesi lain valmistelua jatkettavan ilman suomalaisille tarjottavaa mahdollisuutta arvo-osuuksien hallintarekisteröintiin.⁴ Viimeisin arvopaperikeskusasetuksen voimaansaattamista koskeva lakiehdotus on hallituksen esitys HE 28/2016, joka on tätä kirjoitettaessa eduskunnan käsittelyssä.

Tässä tutkimuksessa on tarkoitus tarkastella sitä, millaisia vaikutuksia arvopapereiden moniportaisen hallintajärjestelmän käyttöönotolla olisi eri toimijoille. Asiaa tarkastellaan arvopapereista nimenomaan osakkeiden omistuksen kannalta. Moniportaisen hallinnan mahdollisuudesta on keskusteltu lähinnä arvo-osuusjärjestelmään kuuluvien yhtiöiden osalta, joten jätän tarkastelun ulkopuolelle myös arvo-osuusjärjestelmään kuulumattomat yksityiset osakeyhtiöt. Tutkimuksen kohteena ovat siis arvopaperimarkkinalain (AML, 14.12.2012/746) 2:7 mukaiset pörssiyritykset ja moniportaisen hallinnan vaikutukset niiden intressiryhmiin. Moniportaisen hallinnan käyttöönoton julkisuusvaikutuksia sekä taloudellisia vaikutuksia esitellään tutkimuksessa eri toimijoiden, kuten sijoittajien, liikkeeseenlaskijoiden, viranomaisten ja kolmansien osapuolten suhteen. Hallintajärjestelmän muutoksen vaikutusten tutkimisen yhteydessä on tarkoitus tarkastella, millaisia eri hallintajärjestelmät ovat ja mitkä ovat niiden keskeisiä piirteitä. Samalla tutkin myös, millaisia muutoksia nykyiseen järjestelmään tulisi tehdä ja tulisiko moniportainen hallinta ottaa käyttöön myös suomalaisten sijoittajien osalta.

Tutkielman toisessa osassa esitellään olennaisia käsitteitä tutkielman kannalta ja käydään läpi arvopaperimarkkinoiden historiaa ja tarkoitusta. Kehitystä käydään läpi sekä Suomen tasolla että jossain määrin kansainvälisestäkin. Mukana on myös lyhyt kuvaus Ruotsissa käytössä olevasta arvopapereiden hallintajärjestelmästä, jota Suomeen ehdotettu järjestelmä kovasti muistuttaa. Toisessa osassa esitellään myös yleisimmät tavat järjestää arvopapereiden hallinta ja arvopaperikauppa eli suora ja moniportainen hallinta. Lisäksi pyritään tuomaan esille niiden keskeisiä eroja. Toisen osan päättää eurooppaoikeudellinen katsaus arvopaperikeskusasetuksen pakottavuudesta ja sen suomalaiselle

² Finanssivalvonta 2015, s. 1.

³ PTK 71/2015 vp.

⁴ http://yle.fi/uutiset/hallitus_hautaa_kiistellyn_hallintarekisterin__stubb_en_ole_harkinnut_eroa/8494124.

lainsäätäjälle antamista raameista. Lisäksi tarkastellaan julkisessa keskustelussa vahvasti esillä ollut kysymystä siitä, pakottaako arvopaperikeskusasetus Suomen muuttamaan vallitsevaa arvopapereiden hallintajärjestelmäänsä ja millä tavoin.

Tutkielman kolmas ja neljäs osa ovat rakentuneet siten, että kolmannessa osassa tarkastellaan moniportaisen hallinnan julkisuusvaikutuksia eri markkinatoimijoiden osalta ja neljännessä osassa käydään läpi taloudellisia vaikutuksia eri toimijoille. Lisäksi kolmannessa osassa esitellään omistusjulkisuuden kannalta olennainen tosiasiallisen edunsaajan käsite. Omistusjulkisuudessa on olennaista, että julkinen omistaja on myös todellinen omistaja: muutenhan omistajatiedosta ei olisi kellekään mitään hyötyä. Hallintajärjestelmä vaikuttaa merkittävästi kaupankäyntiin ja siten erilaisilla hallintajärjestelmillä on erilaisia taloudellisia vaikutuksia.

Koska osakeomistuksen julkisuusvaikutukset ovat olleet yleisessä keskustelussa selvästi suurin kysymys, tutkielman viides osa käsittelee nykyisen lainsäädännön mahdollistamia tapoja sijoittaa oman pääoman ehtoisesti vailla osakeomistuksen tavallista julkisuusvaikutusta. Osassa käydään läpi näiden sijoitusinstrumenttien sisältöjä ja sitä, millaisia vaikutuksia niillä on sijoittamiseen. Lisäksi tarkastellaan lyhyesti sitä, millaisia väärinkäytöksen mahdollisuuksia ne sisältävät, jotta voidaan nähdä, millaisia ongelmia olisi mahdollista syntyä, mikäli osakkeenomistuksen julkisuus heikkenisi merkittävästi nykyisestä tilanteesta.

Moniportaisella hallinnalla on myös monia erilaisia eri oikeudenaloille ulottuvia vaikutuksia, mikä tekee aiheesta todella mielenkiintoisen tutkittavan. Vaikka tutkielma on tehty pääasiallisesti yhtiöoikeudellisesta näkökulmasta, siinä on mukana jonkin verran piirteitä myös muun muassa esineoikeudesta ja vero-oikeudesta. Kuten suuri osa oikeustieteellisestä tutkimuksesta, tämäkin tutkimus on tehty käyttäen laadullisia menetelmiä. Laadullinen tutkimus on usein määritetty negaation kautta verrattuna määrälliseen tutkimukseen. Toisin sanoen tutkimus, joka ei ole määrällistä, on katsottu laadulliseksi. Tutkimuksessani käytetty aineisto on ollut pelkästään sekundääristä eli aineistoa ei ole kerätty erikseen tutkimusta varten. Lähteinä on käytetty muun muassa aiheeseen liittyvää oikeuskirjallisuutta, hallituksen esityksiä sekä muuta virallismateriaalia.⁵

Kuten valtaosassa alan teksteistä tutkimuksen metodi on oikeusdogmaattinen. Oikeusdogmatiikan rooli on selvittää voimassa olevaa oikeutta ja systematisoida voimassa olevaa normiaineistoa.⁶ Tutkielmassa oikeusdogmaattista metodologiaa käytetään sekä tällä hetkellä voimassa olevan oikeuden että potentiaalisen oikeustilanteen selvittämiseen. Näiden kahden tilanteen välille pyritään luomaan ver-

⁵ Eskola – Suoranta 2008, s. 13–14, 117.

⁶ Aarnio 1998, s. 989–990.

tailuasetelma, jotta voidaan havaita, mitkä seikat tulisivat muuttumaan lainmuutoksen myötä. Systematisointia tutkimuksessa taas tehdään aiheeseen liittyvien termien määrittelyllä ja termien käyttöön liittyvien ongelmien havainnoinnilla. Vaikka tutkimuksessa vertaillaankin nykyjärjestelmää hypoteettiseen järjestelmään, kyseessä ei ole varsinaisesti oikeusvertaileva tutkimus.

2 ARVOPAPERIMARKKINAT JA HALLINTAREKISTERI

2.1. Arvopaperimarkkinat ja niiden historiallinen kehitys

Arvopaperimarkkinalainsäädäntö on muuttunut Suomessa viime vuosina hurjaa vauhtia. Arvopaperimarkkinoiden historiallisen kehityksen tunteminen on olennaista, jotta voidaan ymmärtää, mihin muutosehdotukset perustuvat.

2.1.1. Arvopaperimarkkinat

Arvopaperimarkkinoiden tarkoitus on ohjata yhteen pääomia tarvitsevat osapuolet ja sellaiset osapuolet, jotka haluavat sijoittaa varojaan yhteisöihin tai yhtiöihin. Optimaalisessa tilanteessa pääomat kohdistuisivat kannattavaan, hyvin hoidettuun toimintaan. Arvopaperimarkkinat jakautuvat ensimarkkinoihin ja toissijais- eli jälkimarkkinoihin. Ensimmäisillä yhteisöt hankkivat käyttöönsä vierasta tai omaa pääomaa. Jälkimarkkinoilla puolestaan sijoittajat voivat käydä keskenään kauppaa jo liikkeeseen lasketuilla arvopapereilla. Täten sijoittajat voivat ohjata varansa sellaiseen kohteeseen, jonka arvon nousuun he uskovat. Jälkimarkkinoiden tehokas toiminta on olennaista ensimarkkinoiden toimivuuden kannalta, sillä sijoittajat haluavat sijoittaa vain niihin arvopapereihin, jotka he varmasti pystyvät saamaan tarpeen mukaan kaupaksi jälkimarkkinoilla.⁷

Suomen rahoitusmarkkinat ovat olleet perinteisesti hyvin pankkikeskeiset ja yhteiskunnan vahvasti sääntelemät. Vähäiset pääomien määrät ajoivat aikoinaan keskusjohtoiseen talouselämän sääntelyyn. Kuitenkaan pääomien määrän lisääntyessä ei tällainen keskusjohtoinen järjestelmä enää ole yhtä mielekäs, vaan pääomien on tehokkaampaa antaa ohjautua kysynnän ja tarjonnan mukaan pääomamarkkinoilla. Suomessa tällainen tilanne alkoi syntyä vasta 1980-luvulla, mistä johtuen Suomen pääomamarkkinat ovat kehittyneet verrattain myöhään.⁸

Yhteiskunnalla on selkeä intressi kehittää mahdollisimman hyvin toimivat arvopaperimarkkinat, sillä siten voidaan varmistaa yhtiöiden tehokas pääomansaanti. Sen vuoksi on tärkeää kehittää myös kansainvälisiä sijoittajia kiinnostava arvopaperimarkkinaympäristö. Toisaalta arvopaperimarkkinoiden on olennaista olla myös kotitalouksien saavutettavissa.⁹

⁷ HE 157/1988 s. 3.

⁸ Hoppu 2004, s. 18.

⁹ Häyrynen 2006, s. 1.

2.1.2. Arvopaperimarkkinoiden historiallinen kehitys

Tärkeimmät toimijat arvopaperimarkkinoilla ovat sijoittaja ja osakeyhtiö. Osakeyhtiö yritysmuotona kehittyi 1600-luvulla Euroopassa tarkoituksena mahdollistaa riittävän oman pääoman kerääminen ja riskin jakaminen. Kaupankäynti kehittyi mannertenväliseksi ja kaupankäynnin riskit kasvoivat samalla huomattavasti. Tätä varten tarvittiin jonkinlaista sijoittajanvastuun rajoittamista. Ensimmäisenä osakeyhtiön kaltaisena yhtiönä mainitaan usein Englannin Itä-Intian kauppakomppania.¹⁰

Pääomien keräämiseksi osakeyhtiöille tarvittiin toimivat arvopaperimarkkinat. Ennen sijoitusrahasitolain (470/1987) ja arvopaperimarkkinalain (vAML, 26.5.1989/495) Suomen arvopaperimarkkinoiden sääntely tapahtui pitkälti itsesääntelyn avulla. Tärkeimpinä ohjeina toimivat pörssin säännöt ja ohjesääntö. 1980-luvun loppupuolella markkinoiden sääntelyjärjestelmä oli käytännössä purettu. Samaan aikaan kasinotalous alkoi saavuttaa Suomen, mikä johti arvopaperimarkkinoiden räjähdysmäiseen kasvuun. Tästä syystä arvopaperimarkkinoiden sääntelylle koettiin siinä vaiheessa olevan suurta tarvetta. Tarpeeseen vaikutti myös rahoitusmarkkinoiden globalisoituminen sekä silloisessa ETY:ssä eli Euroopan talousyhteisössä alkanut rahoitusmarkkinalainsäädännön harmonisointi.¹¹

1980-luvun puolivälistä lähtien rahoituksen välittäminen on siirtynyt yhä enemmän pankeilta arvopaperimarkkinoiden tehtäväksi. Tämä on luonnollinen seuraus tietotekniikan kehityksestä, yleisestä kansalaisten varallisuuden kasvamisesta sekä Suomessa tehdyistä yhteiskunnallisista muutoksista. Erityisen suuri vaikutus suomalaisiin arvopaperimarkkinoihin on ollut Suomen liittymisellä Euroopan talousalueeseen 1992 ja Euroopan unioniin 1995.¹²

Arvopaperimarkkinoita koskeva lainsäädäntö onkin suurelta osin keskittynyt Euroopan unionissa valmistellun lainsäädännön implementointiin sekä kansallisten arvopaperimarkkinoiden kilpailukykyyn ylläpitoon ja parantamiseen. Pyrkimys kilpailukykyyn paranemiseen on jossain määrin ristiriidassa EU-oikeuden tavoitteiden kanssa, sillä EU-oikeudessa pyritään mahdollisimman yhdenmukaiseen sääntelyyn jäsenmaissa. Kuitenkin kilpailukykyyn turvaaminen voidaan nähdä erityisen tärkeänä pienillä markkina-alueilla, jollainen Helsingin pörssikin on. Kansainvälistyminen on myös lisännyt huomattavasti haastetta suomalaisten arvopaperimarkkinoiden sääntelyssä; ja Helsingin

¹⁰ Toiviainen 2004, s. 400.

¹¹ Rudanko 1998, s. 7–8.

¹² HE 175/2002 s. 23.

pörssi onkin yksi maailman kansainvälisimmistä pörsseistä mitattuna ulkomaisten sijoittajien osuudella pörssin markkina-arvosta ja vaihdosta.¹³

Arvopaperimarkkinalailla pyrittiin harmonisoimaan käytännöt arvopaperikaupassa. Tavoitteena oli varmistaa arvopaperimarkkinoiden luotettavuus ja tehokkuus muun muassa sisäpiirisääntelyn avulla.¹⁴ Lisäksi pörssitoiminnan harjoittaminen säädettiin vAML 3:1:ssä luvanvaraiseksi. Pian arvopaperimarkkinalain säätämisen jälkeen vuonna 1991 Suomessa siirryttiin paperittomaan arvopaperikaupankäyntiin, joka tapahtuu arvo-osuusjärjestelmässä.

1990-luvun alun lama vaikutti suuresti suomalaisiin arvopaperimarkkinoihin. Pörssin osakevaihto oli vuosina 1988–1989 reilut 5 miljardia euroa, mutta se putosi 1990-luvun alussa alle 2 miljardiin. Ulkomaalaisomistuksen vapauttaminen vuonna 1993 johti Helsingin Pörssin nopeaan kasvuun. Suomen EU-jäsenyys on aiheuttanut harmonisoimistoimien vuoksi mittavia muutoksia arvopaperimarkkinalainsäädäntöön 1990- ja 2000-lukujen aikana.¹⁵

2.1.3. EU-sääntely ja kansainväliset hankkeet

Kansainvälinen lainsäädäntö on olennaista arvopaperimarkkinoiden toimivuuden kannalta, sillä yhä useammassa arvopaperikaupoissa on jokin kansainvälinen liityntä ja todella huomattava määrä kaupankäynnistä tapahtuu valtioiden rajojen yli. Useissa maissa rajat ylittävään selvitykseen liittyvä lainsäädäntö on todella vajavaista tai sitä ei ole olemassa ollenkaan. Lisäksi kansalliseen käyttöön suunniteltua lainsäädäntöä voi olla todella haastavaa soveltaa kansainväliseen kauppaan.¹⁶

Euroopan unionin komissio perusti vuonna 1996 Giovannini-ryhmän¹⁷ avustamaan komissiota EU:n taloudelliseen integraatioon liittyvissä asioissa. Ryhmä jätti vuonna 2001 komissiolle raportin rajat ylittävästä arvopaperikauppaselvityksestä. Raportissaan ryhmä esitti 15 estettä tehokkaalle ja luotettavalle arvopaperikaupalle. Näistä tällä hetkellä olennaisia Suomen kannalta ovat erot kansallisessa lainsäädännössä omistajuudesta ja hallinnasta, EU:n laajuisen arvopapereita koskevan esi-neoikeudellisen sääntelyn puuttuminen, kahdenvälistä nettoutusta koskevien säännösten erot ja lainvalintasääntöjen epäselvyydet.¹⁸

¹³ Häyrynen 2006, s. 13–14.

¹⁴ HE 157/1988 s. 4.

¹⁵ Hoppu 2004, s. 20, 30.

¹⁶ Majuri 2007, s. 121.

¹⁷ Giovannini Group, johon kuului eri rahoitusmarkkinoiden osapuolia ja asiantuntijoita puheenjohtajanaan Alberto Giovannini.

¹⁸ The Giovannini group 2001, s. 1, 47, 55–57.

Euroopan unionissa on pyritty puuttumaan näihin 15 esteeseen ja joihinkin niistä onkin jo saatu aikaan varsin kattavaa lainsäädäntöä. Useisiin näistä esteistä pyritään vaikuttamaan arvopaperikeskusasetuksella. Lisäksi tulossa oleva Target2Securities¹⁹-selvitysalusta tulee poistamaan joitain näistä esteistä. Kuitenkaan Giovannini-ryhmän listaamiin oikeudellisiin esteisiin ei näillä säädöksillä pystytä vaikuttamaan.²⁰

Arvopaperikaupan selvityksen lopullisuutta maksujärjestelmissä ja arvopaperien selvitysjärjestelmissä koskevalla direktiivillä (98/26/EY) pyritään vähentämään selvitysjärjestelmiin osallistumisen riskiä ja siihen, että järjestelmään osallistuvan osapuolen maksukyvyttömyysmenettely aiheuttaisi mahdollisimman vähän oikeudellisia ongelmia. Direktiivin mukaan nettoutus ja siirtomääräykset, jotka on tehty selvitysjärjestelmässä, sitovat myös kolmatta osapuolta siinäkin tapauksessa, että jokin osapuolista on joutunut maksukyvyttömyysmenettelyn kohteeksi. Direktiivissä siirryttiin myös perinteisesti voimassa olleesta *lex rei sitae*²¹ -lainvalintasäännöstä PRIMA-sääntöön (place of the relevant intermediary approach) eli *lex conto sitae* -sääntöön, jonka mukaan arvopapereita koskeviin oikeuksiin sovelletaan sen valtion lakia, jossa arvopapereita koskeva oikeus on merkitty rekisteriin, tiliin tai keskitettyyn talletusjärjestelmään.

Samalla tavalla PRIMA-sääntö pyrittiin ottamaan käyttöön myös Haagin kansainvälisen yksityisoikeuden konferenssissa laaditussa Haagin arvopaperikonventiossa. Kyseessä on lainvalintakonventio, jonka tarkoituksena on lisätä oikeusvarmuutta moniportaisessa hallinnassa. Sopimus koskee toisen artiklansa mukaan tilanteita, joissa arvopaperit ovat välittäjän hallussa. Sopimusta tehtäessä huomattiin kuitenkin, että arvopaperitilin sijaintipaikka on todella vaikeaa määrittää sen immateriaalisen luonteen vuoksi. Tästä johtuen sopimukseen otettiin lähtökohdaksi sopimusvapaus. Konvention artiklan 4 mukaan pääsääntönä on, että välittäjä ja arvopaperien omistaja voivat sopia, minkä maan lakien mukaan esineoikeudelliset kysymykset tiliä hallitessa määräytyvät. Sopiminen ei ole kuitenkaan täysin vapaata, sillä konvention mukaan vaatimuksena on, että välittäjällä on kyseisessä valtiossa toimipaikka, jossa se pitää yllä arvopaperitilejä. Vaikka konventio on saatu valmiiksi, sitä ei ole tähän mennessä allekirjoittanut kuin Sveitsi, Yhdysvallat ja Mauritius.²² Euroopan unionin maat ovat vastustaneet sopimusta, vaikka EU:n komissio on ehdottanut konvention allekirjoittamista. Käytännössä tärkeimpänä syynä konvention allekirjoittamattomuudelle on maiden pelko siitä,

¹⁹ EKP:n järjestelmä, jonka tarkoitus on poistaa arvopaperikaupan selvityksessä olevat kansalliset rajat luomalla yhteisen laitealustan perustuva selvitysjärjestelmä Eurooppaan. Otettiin käyttöön Kreikassa, Maltalla, Romaniassa ja Sveitsissä 20. kesäkuuta 2015. Lisätietoja: <http://www.ecb.europa.eu/paym/t2s/html/index.en.html>.

²⁰ ks. <https://www.ecb.europa.eu/paym/t2s/about/html/giovannini.en.html>, oikeudelliset esteet 13,14 ja 15.

²¹ Omaisuuden sijaintipaikan laki. Tämä lainvalintasääntö aiheuttaisi luonnollisesti huomattavia ongelmia demateriaalisidun omaisuuden suhteen.

²² <https://www.hcch.net/en/instruments/conventions/status-table/?cid=72> tilanne 24.3.2016.

että tämän lainvalintasäännön mukaan arvopapereiden hallintaan voitaisiin usein joutua soveltamaan EU:n ulkopuolisten maiden, kuten Yhdysvaltojen, oikeutta.²³

Myös UNIDROIT²⁴ on laatinut oman Geneven arvopaperikonventionsa, jolla pyrittiin parantamaan oikeusvarmuutta arvopaperimarkkinoilla. Konvention tärkein anti on artiklan 9 sääntö, jonka mukaan saannon kirjaus arvopaperitilille antaa sijoittajalle arvopaperiin liittyvät oikeudet. Vastaava säännös on jo käytössä tällä hetkellä suomalaisessa arvopaperimarkkinaoikeudessa.²⁵ Geneven konvention tilanne sen voimaantulon suhteen on hyvin vastaava kuin Haagin konvention, sillä 9.10.2009 valmistuneen konvention on allekirjoittanut ainoastaan Bangladesh.²⁶

Euroopan komissio perusti vuonna 2004 oikeusvarmuustyöryhmän (Legal Certainty Group)²⁷, jonka tehtävänä oli analysoida erityisesti seuraavia kolmea asiaa: (1) EU:n laajuisen sääntelyn puutetta koskien arvopapereiden välillistä käsittelyä; (2) kansallisten lainsäädäntöjen eroja, jotka vaikuttavat yhtiöiden prosesseihin, kuten erot siinä, millä tarkalla hetkellä ostajan katsotaan tulleen arvopaperin omistajaksi; ja (3) liikkeeseenlaskijaa koskevat rajoitukset liikkeeseenlaskupaikan valinnassa.²⁸

Kyseinen työryhmä teki vuoden 2006 raportissaan oikeusvertailevan tutkimuksen EU:n jäsenvaltioiden lainsäädännöistä koskien arvopaperimarkkinaoikeudellisia kysymyksiä. Työryhmä kiinnitti erityisesti huomiota toimeksiantonsa mukaisesti välittäjän hallinnassa olevien arvopapereiden EU-tasoisien sääntelyn puutteeseen. Työryhmä esitti myös, että tulevan lainsäädännön kannattaisi perustua vähimmäisharmonisointiin.²⁹

Euroopan komission toimintasuunnitelmassa eurooppalaiseksi yhtiöoikeudeksi todettiin asiaa tutkitessa selkeän enemmistön kannattaneen sijoittamisen avoimuuden ja osakkeenomistajien tunnistamisen parantamista. Varsinaisesta tavasta, jolla näitä seikkoja parannettaisiin, oli kuitenkin erimielisyyttä. Myös Euroopan unioni on kuitenkin sitoutunut parantamaan osakemarkkinoiden läpinäkyvyyttä ja Euroopan parlamentti on todennut olevan olennaista saada omistustiedot sekä liikkeeseenlaskijoille että viranomaisille.³⁰

²³ Majuri 2007, s. 128–130.

²⁴ Kansainvälisen yksityisoikeuden yhtenäistämisen instituutti, joka on perustettu vuonna 1926. Instituutin tavoitteena on tutkia tarvetta ja kehittää toimivaa kansainvälistä, erityisesti kauppaoikeudellista, lainsäädäntöä.
<http://www.unidroit.org/about-unidroit/overview>.

²⁵ Marjosola 2012, s. 320–321.

²⁶ <http://www.unidroit.org/status>, viitattu 9.7.2016.

²⁷ ks. <http://ec.europa.eu/transparency/regexpert/index.cfm?do=groupDetail.groupDetail&groupID=1444>.

²⁸ Legal Certainty Group – Mandate, s. 1.

²⁹ Majuri 2007, s. 136.

³⁰ COM(2012) 740, s. 7–8.

2.2. Arvo-osuusjärjestelmä

Arvo-osuusjärjestelmä otettiin Suomessa käyttöön ensimmäisen kerran vuonna 1991, jolloin siitä säädettiin laissa arvo-osuusjärjestelmästä (AOJL, 826/1991) ja laissa arvo-osuustileistä (AOTL, 827/1991). Arvo-osuuden ja arvo-osuusjärjestelmän käsitteet määritellään lain arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta (AOJSL, 749/2012) 1:3:n kohdissa 2 ja 3. Arvo-osuus korvaa tavallisesti arvopaperille esineenä tehtävät oikeustoimet arvo-osuustilien kirjauksilla. Arvo-osuudet siis korvaavat fyysiset arvopaperit ja antavat arvopapereihin tavallisesti sidotut oikeudet. Arvo-osuuksia ei numeroida, joten niitä koskevissa oikeustoimissa ilmaistaan laji, määrä ja arvo-osuustili, jolla arvo-osuudet ovat kirjattuina.³¹ Arvo-osuuksien kirjauksilla on positiivinen ja negatiivinen julkinen luotettavuus. Tällöin vilpittömässä mielessä olevalla henkilöllä on oikeus luottaa siihen, että arvo-osuustilille kirjatut oikeudet ovat päteviä, ja ettei sinne kirjaamattomia oikeuksia ole.³² Arvo-osuuksiin sovelletaan muuten soveltuvien osin, mitä arvopaperimarkkina- ja laissa säädetään arvopapereista.

Arvo-osuusjärjestelmä on tietojärjestelmä, jonka muodostavat arvo-osuustilit ja omistajaluettelot. Nykyisen kaltaista arvo-osuusjärjestelmää perustettaessa tavoitteena oli vähentää fyysisten arvopapereiden käsittelyn kustannuksia, joiden suuruudeksi oli arvioitu vuonna 1986 noin 100 miljoonaa markkaa vuodessa, sekä parantaa arvopaperimarkkinoiden valvontaa, kuten sisäpiirisääntelyn valvontaa, ja järjestelmän automaattisesti tuottamat tiedot ovat tähän omiaan. Lisäksi tavoitteena oli parantaa Suomen pääomamarkkinoiden edellytyksiä kansainvälistymiseen.³³ Arvo-osuusjärjestelmä onkin tarkoitettu sellaisille liikkeeseenlaskijoille, joilla on huomattava määrä liikkeeseenlaskettavia arvopapereita sekä arvopaperinhaltijoita. Arvo-osuusjärjestelmä sähköisenä järjestelmänä helpottaa huomattavasti modernia kaupankäyntiä arvopapereilla ja tarjoaa entistä helpomman tavan sijoittaa, sillä sijoittajan ei tarvitse pitää huolta omista fyysisistä arvopapereistaan. Arvo-osuusjärjestelmä vähentää selkeästi tilanteita, joissa arvopapereille joudutaan hakemaan kuoletusta lain asiakirjain kuolettamisesta (14.8.1901/34A) mukaan, sillä arvo-osuusjärjestelmään kuuluva arvopaperi ei voi mennä hukkaan tai tuhoutua.

Arvo-osuusjärjestelmä on yksityinen kirjausjärjestelmä. Kirjaaminen on poiketen monista muista tärkeistä rekistereistä, kuten kiinteistörekisteristä tai kaupparekisteristä, jätetty yksityisen yrityksen vastuulle.³⁴ Arvo-osuusjärjestelmää pitää yllä arvopaperikeskus, tällä hetkellä Suomessa Euroclear

³¹ HE 104/1990 s. 40.

³² Rissanen ym. 2006, s. 733.

³³ HE 104/1990 s. 32–33.

³⁴ Hakkola 2009, s. 658.

Finland Oy. Arvo-osuusjärjestelmän alkuvaiheissa oli vielä käytössä useampi arvo-osuusrekisteri, mutta vuonna 2000 siirryttiin lainmuutoksen myötä keskitettyyn arvo-osuusrekisterijärjestelmään. Keskitetyn rekisterin katsottiin helpottavan mahdollista siirtymistä moniportaisen hallinnan järjestelmään. Lisäksi sen katsottiin vähentävän osakeselvitykseen liittyviä riskejä.³⁵ On huomionarvoista, että valmistelua mahdolliseen moniportaiseen hallintaan siirtymisestä on tehty jo tässä vaiheessa.

AOJSL 7:1:n mukaan "Suomalaisen osakeyhtiön, jonka liikkeeseen laskema osake on otettu kaupankäynnin kohteeksi kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa tarkoitettulle säännellylle markkinalle, on liitettävä osakkeensa arvo-osuusjärjestelmään". Yhtiön tulee muuttaa yhtiöjärjestystään lisäämällä siihen OYL 4:1:n mukainen määräys osakkeiden kuulumisesta arvo-osuusjärjestelmään. Toinen vaihtoehto on liittyä järjestelmään yhtiön perustamisvaiheessa. Yhtiöllä on arvo-osuusjärjestelmään liittymisen yhteydessä velvollisuus tiedottaa asiasta, sen aikataulusta ja osakkailta vaadittavista toimenpiteistä yhtiön kaikille osakkeenomistajille. Osakkeet tulee kirjata arvo-osuusjärjestelmään ilmoittautumisajan³⁶ kuluessa, eikä niiden osakkeiden oikeuksia, joita ei ole kirjattu järjestelmään, voida käyttää ilmoittautumisajan päätyttyä. Yhtiön on avattava ilmoittautumisajan päättyessä arvopaperikeskukseen yhteinen arvo-osuustili niille osakkeenomistajille, jotka eivät ole ilmoittautumisajan kuluessa vaatineet osakkeen merkitsemistä arvo-osuusjärjestelmään. Mikäli kirjaamista ei ole vaadittu kymmenen vuoden kuluessa ilmoittautumisajan päättymisestä, voi yhtiökokous OYL 4:10:n mukaan päättää, että oikeus osakkeeseen on menetetty. Tällöin osakkeesta tulee yhtiön hallussa oleva oma osake.³⁷

2.3. Osakeomistuksen julkisuus

Osakkeenomistus on Suomessa lähtökohtaisesti julkista tietoa. Tästä säädetään yleisesti osakeyhtiölain (OYL, 21.7.2006/624) 3:17:ssä ja arvo-osuusjärjestelmään kuuluvien yhtiöiden osalta OYL 4:5:ssä. Osakkeenomistuksen julkisuudella tarkoitetaan arvo-osuusjärjestelmään kuuluvien yhtiöiden osalta sitä, että jokaisella on oikeus tutustua osakas- ja odotusluetteloon arvopaperikeskuksessa, tai mikäli yhtiöllä on pääteyhteys arvopaperikeskukseen, myös yhtiön pääkonttorissa. Luetteloon tutustujan on korvattava tutustumisesta yhtiölle aiheutuneet kulut. Oikeus tutustua osakasluetteloon ei kuitenkaan koske henkilötunnusta, maksu- tai verotustietoja eikä sitä, mille kaupintatilille osakkeenomistajan myytäviksi antamat osakkeet on kirjattu. Tehdyt rajoitukset johtuvat tietosuojaperiaatteista.³⁸

³⁵ HE 28/2000 s.6.

³⁶ OYL 4:6 mukaan "aika, jonka kuluessa osakkeet liitetään arvo-osuusjärjestelmään".

³⁷ Mähönen – Villa 2012, s. 267–269.

³⁸ Kyläkallio – Iiro – Kyläkallio 2008, s. 396.

OYL 3:15:n mukaan yhtiön hallituksen on pidettävä yllä osakeluetteloa, mikäli yhtiötä ei ole liitetty arvo-osuusjärjestelmään. Tästä luettelosta tulee käydä ilmi kaikki osakkeet numerojärjestyksessä, niiden antamispäivä ja omistajat osoitteineen. Myös osakasluettelosta säädetään samassa pykälässä. Osakeoikeuksien käyttö on OYL 3:2:n mukaan sidottu osakeluetteloon merkitsemiseen, lukuun ottamatta niitä tapauksia, joissa oikeuden käyttö osoitetaan esittämällä tai luovuttamalla osakekirja. Yhtiön hallituksella on velvollisuus merkitä saanto osakeluetteloon viivytyksettä sen jälkeen, kun tieto saannosta on tullut yhtiölle.³⁹ Uudessa hallituksen esityksessä oltaisiin luopumassa vaateesta pitää yllä osakeluetteloa, ja jatkossa arvo-osuusjärjestelmään kuulumattomat yhtiöt olisivat velvoitettuja pitämään yllä ainoastaan osakasluetteloa. Osakasluettelosta tulisi kuitenkin edelleen käydä ilmi, mitkä osakkeet kukin osakkeenomistaja omistaa.⁴⁰

Arvo-osuusjärjestelmä on itsessään korvannut osakeluettelonpitovelvollisuuden, sillä yhtiöillä ei ole varsinaisia osakekirjoja, joista pitää kyseistä luetteloa.⁴¹ Arvo-osuusjärjestelmään liitettyjen yhtiöiden osalta osakasluettelon pitamisestä säädetään OYL 4:3:ssä. Arvo-osuusjärjestelmään kuuluvan yhtiön osakasluetteloa pidetään yllä arvopaperikeskuksessa liikkeeseenlaskijan lukuun automaattisen tietojenkäsittelyn avulla. Tämä onkin luontevaa, koska arvopaperikeskuksella on nopein tieto muutoksista, sillä kaikki muutokset osakkeenomistuksissa päivittyvät heidän kauttaan. Osakasluettelosta käy ilmi arvo-osuuden omistajan nimi ja yksilöintitunnus kuten henkilötunnus, yhteystiedot, osuuksien lukumäärä sekä omistajan tilinhoitaja eli käytännössä se pankki tai muu yhteisö, jonka kautta omistukset on kirjattu. Hallintarekisteröityjen osakkeiden kohdalla merkittäväksi tulee hallintarekisterin hoitaja ja mahdollisen yhteisomistustilanteen ollessa kyseessä luetteloon tulee kirjata kunkin omistusosuuden määrä.⁴² Arvo-osuusjärjestelmässä olevalle yhtiölle ei ole kuitenkaan säädetty erityistä selvittämisen- ja tutkimisvelvollisuutta arvopaperikeskuksesta puuttuvien osakkeenomistajien yhteys- ja omistustietojen hankkimiseksi.⁴³

Osakasoikeuksien käyttö arvo-osuusjärjestelmään liitetyissä yhtiöissä tapahtuu OYL 4:2:n mukaan. Pykälän mukaan luovutuksensaajalla ei ole oikeutta käyttää osakkeeseen liittyviä oikeuksia ennen kuin hänet on merkitty osakasluetteloon. Kuitenkin, mikäli henkilö esiintyy osakasluettelossa, muttei tosiasiaa omista yhtiön arvo-osuuksia, hän ei luonnollisestikaan ole oikeutettu käyttämään osakasoikeuksia. OYL:sta ei löydy säännöksiä osakasoikeuksien käytöstä sellaisessa tilanteessa, jossa henkilö olisi tullut merkitä osakasluetteloon, mutta näin ei ole jostain syystä toimittu. Osakasluette-

³⁹ Mähönen – Villa 2012, s. 261–262.

⁴⁰ HE 28/2016, s. 56.

⁴¹ Rissanen ym. 2006, s. 302.

⁴² Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008, s. 379.

⁴³ Rissanen ym. 2006, s. 301.

lommerintöjen välittömät oikeusvaikutukset ovat osakkeenomistajan ja yhtiön välisissä suhteissa ja osakkeenomistajalle yhtiössä kuuluvissa oikeuksissa. Osakasluettelon merkintä ei siis ratkaise esimerkiksi kahden henkilön välillä olevaa kiistaa paremmasta oikeudesta arvo-osuuteen, vaan tällainen tilanne ratkaistaan tavallisten esineoikeudellisten sääntöjen mukaan.⁴⁴ Hallintarekisteröidyn osakkeen tuottamista osakasoikeuksista säädetään AOJSL 8:1:ssä ja niiden käytöstä lisää sivulta 48 alkaen.

Sekä yhteiskunnalle että muille sidosryhmille on tärkeää saada tietoja osakeyhtiöiden omistussuhteista. Tietojensaanti mahdollistaa paremman oikeuksienvälvönnän sekä sijoittajille että henkilökunnalle. Myös yksittäisen osakkeenomistajan suoja enemmistövaltaa vastaan vaatii riittävää tietojensaantia yhtiön omistuspohjasta. Osakeomistuksen julkisuuden tarkoituksena on myös parantaa markkinavalvontaa sisäpiirirekisterien avulla. Ne mahdollistavat kaupankäynnin julkisen seuraamisen sellaisten henkilöiden osalta, joilla voi olla sisäpiirintietoja yhtiön osakekurssiin vaikuttavista asioista.⁴⁵ Alkuperäisen hallituksen esityksen mukaan oikeus nähdä luettelo olisi koskenut ainoastaan osakkeenomistajia, viranomaisia ja yhtiön palveluksessa olevia henkilöitä. Lakivaliokunta kuitenkin totesi, että tämä ei ole tarkoituksenmukaista, sillä lain tähtäimenä oli yhtiöitä koskevien julkisten tietojen lisääminen. Täten päädyttiin nykyiseen tilanteeseen, jossa luettelo on julkinen kenelle tahansa kulujen korvausta vastaan.⁴⁶

Oikeus tutustua osakasluetteloon koskee viranomaisia sekä kotimaisia että ulkomaisia luonnollisia henkilöitä ja oikeushenkilöitä. Luetteloon tutustumiselle ei myöskään tarvitse esittää mitään erityistä perustetta, eikä tutustumiskertojen määrää ole millään tavalla rajattu. Vastuu tietoihin tutustumisen järjestämisestä on pääasiassa arvopaperikeskuksella paitsi silloin, jos yhtiöllä on pääteyhteys arvopaperikeskukseen. Osakasluettelosta on myös oikeus saada jäljennös siitä aiheutuvien kulujen korvaamista vastaan. Jäljennös tulee antaa lähtökohtaisesti pyydettyssä muodossa, mikäli se on yhtiölle mahdollista. Yhtiön ei kuitenkaan tarvitse koostaa tietoja pyytäjän haluamaan muotoon, kuten tehdä erilaisia yhteenvetoja luettelosta, vaan tiedoksi tulee antaa ainoastaan vallitseva asiantila. Mahdollinen informaation edelleen muokkaaminen tiedon pyytäjälle hyödyllisempään muotoon pyytäjän tulee tehdä itse.⁴⁷

⁴⁴ Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008, s. 389–391.

⁴⁵ HE 27/1977 s. 5–8.

⁴⁶ LaVM 4/1978 s. 4.

⁴⁷ Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008, s. 396–398.

2.4. Arvopapereiden hallinta

Viimeisen puolen vuosisadan aikana on tapahtunut kaksi suurta muutosta eurooppalaisessa osakkeenomistuksessa; ensiksi muutos arvopaperittomaan ja materiaalitittomaan järjestelmään, kuten Suomen arvo-osuusjärjestelmä ja toiseksi trendi suoran hallinnan järjestelmistä kohti epäsuoran ja mahdollisesti moniportaisen hallinnan järjestelmiä.⁴⁸ Toisaalta useissa Euroopan maissa on edelleen käytössä jonkinlainen suoraa ja moniportaista hallintaa yhdistävä sekajärjestelmä.⁴⁹

2.4.1. Suora hallinta

Suomalainen aineettomien arvopapereiden omistusjärjestelmä on niin sanottu suoran hallinnan (direct holding) järjestelmä, jossa yksittäisen sijoittajan omistama arvopaperiomaisuus kirjataan hänen nimellään arvopaperikeskuksen ylläpitämälle tilille. Suomalaisessa omistuksessa jokaisella sijoittajalla on oma tili tai tilejä arvopaperikeskuksessa. Arvo-osuustilille on merkittävä tieto tilinhaltijasta ja lisäksi arvopaperikeskuksessa on pidettävä oikeudenhaltijaluetteloa kirjauksiin kohdistuvien oikeuksien haltijoista.⁵⁰ Koska säilyttäjän myötävaikutusta ei suoran hallinnan järjestelmässä tarvita, siihen ei sisälly myöskään säilyttäjäriskiä. Järjestelmässä kirjauksista arvopaperikeskukseen ovat vastuussa tilinhoitajat, jotka toimivat myös selvitysosapuolina arvopaperikaupoissa. Suoraa hallintaa vaaditaan tällä hetkellä Suomen lisäksi Bulgariassa, Sloveniassa ja Kreikassa. Mahdollisuus suoraan hallintaan löytyy myös Tanskan, Ruotsin ja Baltian maiden järjestelmistä, mutta näissä maissa suora hallinta ei ole pakollista kotimaiselle sijoittajalle.⁵¹

Suoran hallinnan termiä on kritisoitu siitä, että todellisuudessa suora hallinta olisi kyseessä ainoastaan, mikäli arvopaperin liikkeellelaskija tarjoaisi suoraan arvopaperitilejä asiakkailleen. Tällaisessa tapauksessa ei siis tarvittaisi lainkaan välittäjiä sijoittajan ja yhtiön välille. On argumentoitu, ettei pohjoismaidenkaan järjestelmä olisi absoluuttisen suoran hallinnan järjestelmä, sillä sijoittajan ja liikkeeseenlaskijan väliin asettuu arvopaperikeskus välittäjäksi. Tästä syystä Afrell ja Wallin-Norman eivät käyttäisi suoran ja epäsuoran hallinnan termejä erottamaan toisistaan erilaisia tai eri maiden oikeusjärjestelmään perustuvia arvopapereiden hallintajärjestelmiä.⁵² Kuitenkaan tämänkaltaisia absoluuttisen suoran hallinnan järjestelmiä ei juurikaan ole käytössä, ja lisäksi valtiovarainministeriö on lainvalmistelussaan omaksunut termin suora hallinta⁵³ kuvaamaan Suomen nykyisen järjestelmän mukaista tilannetta, jossa jokaisella on omalla nimellään arvo-osuustili arvopaperikes-

⁴⁸ Bernasconi 2006, s.5.

⁴⁹ VM 033:00/2014, s. 20(143).

⁵⁰ Mähönen 2012, s. 270.

⁵¹ VM 033:00/2014, s. 6(143).

⁵² Afrell – Wallin-Norman 2005, s. 283–284.

⁵³ Esim. VM 033:00/2014, s. 4(13), 6(143).

kuksessa, joten käytän tässä tutkimuksessani suoraa hallintaa kuvaamaan nykyisen kaltaista tilannetta Suomessa arvopapereiden hallinnan suhteen.

Joissain hallintajärjestelmissä olennaisena suoran ja epäsuoran hallinnan erottajana pidetään sitä, tarvitaanko välittäjien suhteen erilaisia lainsäädännöllisiä instrumentteja vai pitävätkö ne ainoastaan kirjaa sijoittajien omistuksista vailla omaa intressiä arvo-osuuksiin. Näissä tapauksissa sijoittajilla on suora oikeudellinen suhde liikkeeseenlaskijaan. Tällöin sijoittajat hallitsevat kaikkia oikeuksia, jotka johtuvat näistä osakkeista, tosin he saattavat tarvita välittäjänsä apua joidenkin oikeuksiensa käyttämisessä, esimerkiksi osinkojen saamisessa.⁵⁴ Suoraa hallintaa kuvaavana asiana voitaisiin pitää myös sitä, että suorassa hallinnassa liikkeeseenlaskija tuntee omistajansa, sillä ne löytyvät suoraan osakasluettelosta sekä ovat merkittävänä suoraan arvopaperikeskuksen rekistereihin.

2.4.2. Moniportainen hallinta

Arvo-osuuksien moniportaisessa hallinnassa (indirect holding, multi-tiered holding) arvopaperiomaisuutta ei säilytetä omistajakohtaisesti, vaan omaisuutta hallinnoivat välittäjät asiakkaidensa lukuun. Arvopapereiden varsinaiset, lopulliset omistajat eivät tällöin näy arvopaperikeskuksen tileillä vaan vain välittäjien tileillä.⁵⁵ Vain jotkut suursijoittajat ja asiakkaiden puolesta toimivat pankit tai sijoituspalveluyritykset ovat suoraan sopimussyhteudessa arvopaperikeskuksen kanssa. Moniportaisessa omistuksessa sijoittajan ja arvopaperikeskuksen välissä voi hyvin olla useitakin välittäjiä.⁵⁶

Moniportaisessa hallinnassa käytettäviksi tulevat yhteisomistetut tilit, niin sanotut laaritilit (omnibus account). Yhteisomistetussa tilimallissa yhteistilin todelliset omistussuhteet käyvät ilmi säilyttäjän alakirjanpidosta. Yhteisomistetulla tilillä voi joissain maissa olla sekä asiakkaiden että säilyttäjän arvopapereita, mutta Suomessa tämä on kielletty sijoituspalvelulain (SipaL, 14.12.2012/747) 9:1 nojalla. Yhteistilin erottavana tekijänä hallintarekisteröityyn tiliin nähden on yhteistilin hallinnoijan vapaus toimia yhteisomistettujen arvo-osuuksien oikeuksien käytössä melko vapaasti omien valintojensa mukaan. Lainsäädäntökäytännöissä yhteisomistettuja tilejä koskien on EU:n sisälläkin huomattavia eroja. On maita, kuten Suomi ja Kreikka, joissa yhteisomistetut tilit ovat ainoastaan ulkomaisten sijoittajien käytössä. Espanjassa ja Portugalissa taas arvopaperikeskukseen tuleva esineoikeudellinen kirjaamisvaikutus aiheuttaa haasteita yhteistilien käyttöön. Säännökset eivät ole yhte-

⁵⁴ Garcimartín Alférez 2006, s. 3.

⁵⁵ Mähönen 2012, s. 269.

⁵⁶ Valtiovarainministeriön työryhmämuistioita 14/2002, s. 20.

näisiä myöskään maissa, joissa yhteisomistustilit ovat yleisiä. Hallintajärjestelmät ovat kasvaneet eri EU-valtioissa vastaamaan paikallista lainsäädäntöä ja sen vuoksi eroja löytyy melko paljonkin.⁵⁷

On huomattava, ettei hallintarekisteröinti tarkoita samaa kuin arvopapereiden moniportainen säilytys. Ulkomaisella sijoittajalla on mahdollisuus hallintarekisteröidä omistuksensa, vaikka hänellä olisi arvo-osuusjärjestelmässä henkilökohtainen tili. Kuitenkin AOTL 5a §:n 1 momentissa tarkoitettuja omaisuudenhoitotilejä säilytetään aina moniportaisesti. Omaisuudenhoitotiliin kirjataan tiedot tilinhaltijasta ja se, että kyseessä on omaisuudenhoitotili. Tällainen tili on aina hallintarekisteröity.⁵⁸

Hallintamalleihin liittyvien termien käytön vaikeutta kuvaa hyvin se, että EU:n Legal Certainty -ryhmässä mukana ollut Ignacio Gómez-Sancha Trueba kuvailee Espanjan säilytysjärjestelmää malliesimerkinä suoran hallinnan järjestelmästä ja ikään kuin Yhdysvaltain järjestelmän vastakohtana.⁵⁹ Esimerkiksi Suomen valtiovarainministeriön lainvalmistelussa espanjalaista järjestelmää ei ole pidetty suoran hallinnan järjestelmänä. Espanjan järjestelmässä arvopapereiden hallinta on järjestetty kaksiportaisesti arvopaperikeskuksen suhteen. Iberclearin ylläpitämässä arvopaperikeskuksessa säilyttäjillä on kaksi tiliä, joista toisella sijaitsevat säilyttäjän omat arvo-osuudet ja toisella taas yhteissäilytyksessä kaikkien säilyttäjän asiakkaiden osuudet. Tarkemmat tiedot asiakkaiden omistusten jakaumista käyvät ilmi säilyttäjän kirjanpidosta, niin sanotusta yksityiskohtaisesta rekisteristä.⁶⁰ Tällainen järjestelmä onkin suomalaisesta näkökulmasta melko selkeästi epäsuoran hallinnan järjestelmä, mutta tämä esimerkki kuvastaa todella hyvin sitä vaikeutta, joka kyseisiin termeihin liittyy kansainvälisessä arvopapereiden välitystoiminnassa.

2.4.3. Hallintarekisteröinnin vaikutus osakkeenomistuksen julkisuuteen

Jos arvo-osuus on kirjattu arvo-osuustileistä annetun lain 5 a §:ssä tarkoitettulle omaisuudenhoitotilille tai mainitun lain 16 §:ssä tarkoitettulle kaupintatilille, tämän lain 6:3:ssä tarkoitettuun luetteloon on AOJSL 8:1:n mukaan merkittävä omistajan sijasta hallintarekisteröinnin hoitaja. Tällöin arvo-osuudet ovat hallintarekisteröityjä.⁶¹ Suomalaisen luonnollisen henkilön tai oikeushenkilön omistamia osakkeita ei saa AOJSL 8:1:n mukaan hallintarekisteröidä. Hallintarekisteröinti on siis tällä hetkellä lain mukaan sallittua ainoastaan ulkomaisille sijoittajille.

Helsingin pörssissä hallintarekisteröityjen omistusten osuus koko pörssin liikkeeseenlasketuista arvo-osuuksista oli vuoden 2014 ensimmäisen neljänneksen jälkeen 36,6 %. Osuus on ollut vuodesta

⁵⁷ Turing 2005, s. 1–2.

⁵⁸ Marjosola 2012 s. 306.

⁵⁹ Gómez-Sancha Trueba 2008, s. 38.

⁶⁰ Garcimartín Alférez 2006, s. 8–9.

⁶¹ Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2008, s. 382.

2005 lähtien joko hieman alle tai päälle 40 prosenttia ja suurimmillaan 46,4 prosenttia kesällä 2007.⁶² Näissä luvuissa on nähtävissä taantumien vaikutus ulkomaisten sijoittajien halukkuuteen sijoittaa Suomeen. Ulkomaisten sijoittajien vähentyneestä sijoitushalukkuudesta johtuen olisikin ennistä tärkeämpää saada suomalaisten pääomat paremmin hyödynnettyä. Tähän tarkoitukseen hallintarekisteröinti voisi tarjota yhden mahdollisen ratkaisun.

Hallintarekisteröinti on merkittävä poikkeus osakkeenomistuksen julkisuuden pääsäännöstä, sillä osakkeen lopullinen omistaja ei käy ilmi osakasluettelosta, jos osake on hallintarekisteröity. Hallintarekisteröidystä osakkeesta näkyy osakasluettelossa ainoastaan hallintarekisteröinnin hoitaja eli useimmiten pankki tai rahoituslaitos. Arvo-osuuksien lopulliset omistajat ilmenevät vain välittäjien tileiltä, eivätkä siis ole yleisöjulkisia.⁶³

Hallintarekisteröinnin hoitajalla on kuitenkin AOJSL 8:1:n mukaan velvollisuus antaa Finanssivalvonnan pyynnöstä tietoon arvo-osuuksien todellisen omistajan nimi sekä hänen omistamiensa arvo-osuuksien määrä. Jollei tätä tietoa ole, hoitajan on annettava tiedot omistajan puolesta toimivasta asiamiehestä ja asiamiehen kirjallisena antama vakuutus siitä, että arvo-osuuksien todellinen omistaja ei ole suomalainen. Samaiset tiedot on pyynnöstä annettava myös arvo-osuuksien liikkeeselaskijalle.

Hallintarekisteröity osakkeenomistus tulee myös hetkellisesti julkiseksi, mikäli omistaja haluaa osallistua yhtiökokoukseen. Tällöin hänen omistuksensa voidaan rekisteröidä tilapäiseen osakasluetteloon, joka on julkinen yhtiökokouksen päättämiseen asti samoin ehdoin kuin tavallinen osakasluettelo. Tilapäisen osakasluettelon julkisuus alkaa sen valmistumisesta. Vaikka tilapäinen osakasluettelo on julkinen vain rajallisen hetken, siitä on mahdollista saada pyytämällä jäljennös. Täten esimerkiksi tiedotusvälineillä on mahdollisuus säilyttää tiedot tilapäisestä osakasluettelosta myös yhtiökokouksen päättämisen jälkeen.⁶⁴

Hallintarekisteröinti sallittiin arvo-osuusjärjestelmän käyttöönoton yhteydessä ulkomaisille sijoittajille, sillä pelkona oli, että pohjoismainen omistusten julkisuusperiaate olisi vähentänyt ulkomaisten sijoittajien kiinnostusta Suomen markkinoita kohtaan. Monilla muilla arvopaperimarkkinoilla omistusten julkisuus koskee ainoastaan yritysten suuromistajia. Lakia säädettäessä hallintarekisteröinnin ei haluttu olevan mahdollista silloin, kun omistusten tarkoituksena on käyttää päätösvaltaa kyseisessä yrityksessä. Tästä syystä lakiin otettiin säädökset siitä, ettei hallintarekisteröidyillä osakkeilla

⁶² Euroclear: tilastoarkisto – historiadata 2015.

⁶³ Mähönen 2012, s. 269.

⁶⁴ Kyläkallio – Iiro – Kyläkallio 2008, s. 395, 399.

voinut käyttää kaikkia osakasoikeuksia.⁶⁵ Tästä lähtökohdasta on lakimuutosten myötä menty koko ajan lähemmäksi tilannetta, jossa hallintarekisteröidyillä osakkeilla pystyy toimimaan yhtiön päätöksenteossa entistä vaivattomammin. Asiassa on otettu enemmän huomioon osakkeenomistajien oikeudet yhtiössä, ja siten esimerkiksi yhtiökokouksiin osallistuminen on mahdollistettu tilapäisen osakasluettelon avulla.

Vaikka nykyisessä järjestelmässä huomattavan suuri osa moniportaisen hallinnan kautta sijoittavista hallintarekisteröi omistuksensa, omistajatiedon piilottaminen ei ole kyseisessä järjestelmässä mikään välttämättömyys. Mikäli sijoitusten erottelu hoidettaisiin yksilöllisen asiakaserottelun avulla, olisi mahdollista, että tieto loppusijoittajista välittyisi näissä tilanteissa aina myös suoraan arvopaperikeskukselle. Tällaisissa tilanteissa myös moniportaisen hallinnan arvo-osuudet voisivat olla julkisia yhtä tehokkaasti kuin nykyisessä järjestelmässä.

2.4.4. Ruotsin järjestelmä

Ruotsi on luonnollinen vertailukohta Suomelle myös moniportaisen hallinnan suhteen johtuen sekä oikeusjärjestelmien yhteneväisyydestä että Ruotsissa käytössä olevasta sekajärjestelmästä, jossa suora hallinta ja moniportainen hallinta ovat mahdollisia. Ruotsissa moniportainen hallinta ja hallintarekisteröinti ovat olleet käytössä vuodesta 1970 lähtien. Vuonna 1996 hallintarekisteröinti tuli Ruotsissa mahdolliseksi kaikille riippumatta siitä, missä osakkeenomistajalla ja hallintarekisteröinnin hoitajalla on kotipaikka.⁶⁶

Ruotsin arvopaperikeskuslain (Lag om värdepapperscentraler och kontoföring av finansiella instrument, 1998:1479) 3:7:n mukaan ruotsalainen arvopaperikeskus voi antaa oikeushenkilölle oikeuden toimia hallintarekisteröinnin hoitajana. Lisäksi vastaava oikeus on myös arvopaperikeskusasetuksen jälkeen tulleen lakimuutoksen myötä julkisilla toimijoilla, joilla kotimaassaan on vastaava tehtävä, tai sellaisilla toimijoilla, jotka ovat saaneet toimilupansa EU-direktiivin 2013/36/EU mukaisesti. Saman lain 3:12:ssä hallintarekisteröinnin hoitajalle on asetettu velvoite antaa tietoja todellisesta osakkeenomistajasta arvopaperikeskukselle. Arvo-osuusjärjestelmään rekisteröidyistä yrityksistä löytyy Ruotsissa lista hallintarekisteröidyistä omistajista arvopaperikeskuslain 3:13:n mukaan arvopaperikeskuksesta. Listaan merkitään osakkeenomistajat, joilla on yli 500 hallintarekisteröityä osaketta kyseisessä yhtiössä. Jokaisella on oikeus tutustua tähän luetteloon kulujen korvaamista vastaan. Vastaava 500 osakkeen raja koskee osakkeenomistajan merkitsemistä osakasluetteloon Ruot-

⁶⁵ HE 104/1990, s. 51.

⁶⁶ Lagrådsremiss 2015, s. 281.

sin osakeyhtiölain (Aktiebolagslag, 2005:551) 5:19:n mukaan. Tämän rajan alle jäävät omistukset eivät siis tule yleisöjulkisiksi.

Ruotsissa hallintarekisteröintien hoitajilla on siis velvoite antaa tietoa lopullisista osakkeenomistajista. Ruotsissa on kuitenkin tunnustettu myös moniportaisen hallinnan aiheuttama ongelma, jossa ruotsalainen viranomais ei voi mitenkään varmistua siitä, että osakkeenomistajaksi merkitty ulkomainen oikeushenkilö on todellisuudessa osakkeenomistaja. Asiaa ei ole mahdollista korjata täysin pelkän kotimaisen lainsäädännön avulla.⁶⁷ Ruotsissa onkin oikeuskäytännössä päädytty siihen, että hallintarekisterin hoitajan velvoite pitää kirjaa osakkeenomistajasta koskee ainoastaan hallintaketjun ensimmäistä porrasta.⁶⁸ Veroviranomaisten tiedonsaanti on Ruotsissa pyritty turvaamaan heille annettavilla tarkkailutiedoilla, jotka vastaavat suomalaisia vuosi-ilmoituksia. Tietoja annetaan arvopaperikaupoista sekä maksetuista osingoista. Esimerkiksi osingon kohdalla tarkkailutiedonantovelvollinen on suoran hallinnan kautta hallituissa osakkeissa liikkeeseenlaskija, mutta hallintarekisteröidyissä osakkeissa hallintarekisteröinnin hoitaja.⁶⁹ Myös näitä tietoja koskee vastaava ongelma todellisen edunsaajan määräytyksestä. Ruotsin järjestelmässä on huomattavan paljon samoja piirteitä kuin Suomen tällä hetkellä. Myös Suomen moniportaista hallintaa koskeneet uudistusehdotukset löytyvät melko samankaltaisina Ruotsin laeista.

2.4.5. Arvopaperikaupan toiminta

Hallintamuodon valinnalla on vaikutusta siihen, kuinka yksittäinen arvopaperikauppa käytännössä toimii. Hallintasäännökset vaikuttavat kaupassa mukana oleviin osapuoliin ja niiden määrään. Osakekauppa lähtee käyntiin sijoittajien tehdessä osto- ja myyntitoimeksiannot. Tämän jälkeen heidän tiliyhteisönsä välittää tiedon osto- tai myyntitarjouksesta pörssiin. Osakekaupassa tapahtuvan selvityksen, eli kaupan varmistavan ja toteuttavan palvelun, voi jakaa neljään osaan.

Ensimmäisenä vaiheena on vahvistaminen. Vahvistamisessa tarkistetaan, että kaupan osapuolet ovat yhtä mieltä kaupan ehdoista, kuten arvopaperin lajista ja hinnasta. Tämä tapahtuu useimmiten elektronisesti. Seuraavaksi on vuorossa selvitys. Siinä selvitysyhteisö, eli Suomen tapauksessa arvopaperikeskus, varmistaa, että kauppa vastaa kauppapaikan sääntöjä ja että kauppa on käytännössä mahdollista toteuttaa esitettyinä ajankohtana. Kolmantena vaiheena olevassa keskusvastapuoliselvityksessä keskusvastapuoliyhteisö ottaa itselleen vastuun kaupan toteuttamisesta eli asettuu kaupan osa-

⁶⁷ Lagrådsremiss 2015, s. 282.

⁶⁸ VM 033:00/2014, s. 28(143).

⁶⁹ VM 033:00/2014, s. 24(143).

puoleksi molempiin suuntiin. Keskusvastapuoliselvityksessä käytetään nettouttavaa kauppajärjestelmää. Viimeisessä vaiheessa, eli suorituksessa, toteutetaan kaupan mukaiset velvoitteet eli käytännössä siirretään rahat ja arvopaperit kaupan osapuolilta toisille. Arvopaperikeskus ei kuitenkaan esimerkiksi Suomessa huolehdi kauppaa aivan loppuun saakka, vaan lopullinen varojen toimittaminen sijoittajalle tapahtuu välittäjäjärjestelmässä. Tämä jatkumo voi olla moniportaisen hallinnan järjestelmässä todella pitkä ja huomattavan vaikeaselkoinen. Suoran hallinnan tilanteessa nykyisellään arvo-osuudet siirretään suoritusvaiheessa sijoittajan arvo-osuustilille.^{70 71}

Osakekaupan sisällä tapahtuvista käskyistä on kuvattu malli Giovannini-raportissa. Esimerkki osakekaupasta voisi olla seuraavanlainen tavallisessa tapauksessa:

1. Sijoittaja ottaa yhteyttä välittäjäänsä ilmoittaakseen halunsa osakekaupan tekoon.
2. Välittäjä etsii pörssistä toisen välittäjän, joka on saanut vastaavan toimeksiannon myynnistä.
3. Toisiaan vastaavat toimeksiannot lähetetään keskusvastapuolelle, mikäli tällainen on käytössä, kuten Suomessa. Tämän jälkeen toimeksiannot siirretään selvitysjärjestelmään.
4. Sijoittaja lähettää vahvistuksen kaupasta säilyttäjälleen ja välittäjä antaa määräyksen arvo-osuuden toimittamisesta säilyttäjälle.
5. Säilyttäjä vahvistaa arvo-osuuden saannin ja määrää toimittamaan rahasuorituksen.
6. Kauppa selvitetään ja maksusuoritus tapahtuu keskuspankin kautta.⁷²

Kaupan toteuttamisen vaiheet voivat kuitenkin vaihdella eri maiden järjestelmien mukaan, ja erityisesti rajat ylittävässä kaupankäynnissä vaiheita alkaa tulla lisää. Myös moniportaisessa järjestelmässä tiedon kuljettaminen välittäjä- ja säilyttäjaketjua myöten voi vaatia todella monen viestin kulkeamista, ennen kuin osakekauppa saadaan suoritettua lopullisesti.

2.4.6. Keskusvastapuoli ja nettouttaminen

Keskusvastapuoliselvitys otettiin Helsingin pörssissä käyttöön ensimmäisen kerran vuonna 2009.⁷³ Keskusvastapuolitoiminnasta säädetään AOJSL 4 luvussa ja EMIR-asetuksessa eli asetuksessa OTC-johdannaisista, keskusvastapuolista ja kauppatietorekistereistä (EU 648/2012). AOJSL 4:1:n mukaan keskusvastapuolena toimimiseen vaaditaan valtiovarainministeriön lupa. Keskusvastapuolen toiminta perustuu siihen, että se asettuu kaupan selvitusvaiheessa kaupan juridiseksi osapuoleksi

⁷⁰ Valtiovarainministeriön työryhmämuistioita 14/2002, s. 21–24.

⁷¹ Giovannini 2001, s. 4–6.

⁷² Giovannini 2001, s. 10.

⁷³ Myller 2009, s.9.

sekä ostajalle että myyjälle. Tämä vähentää huomattavasti osakekauppaan sisältyvää vastapuoliris-kiä, sillä keskusvastapuoli kantaa riskin siitä, että kaupan toinen osapuoli toimittaa vaaditut rahat tai arvopaperit. Keskusvastapuolen tarjoamista palveluista olennaisimpia ovat kaupan toteutumisen ta-kaaminen, tapahtumien nettouttaminen ja arvopaperilainaus. Keskusvastapuolella on siis myös oi-keus lainata arvopapereita osapuolen lukuun kauppaa nopeuttaakseen.⁷⁴

Suomessa toimii tällä hetkellä vain yksi keskusvastapuolitoimija, joka toimii NASDAQ OMX Hel-sinki Oy:n kaupankäyntijärjestelmässä.⁷⁵ Moniportaisen hallinnan avautuminen voisi tuoda enem-män kilpailua Suomen markkinoille myös keskusvastapuolitoimintaa ajatellen, sillä keskusvasta-puolitoiminnasta on erityisesti hyötyä juuri moniportaisen hallinnan tilanteissa, koska tällöin saa-daan suurin hyöty kauppojen nettouttamisesta. Tämä hyöty johtuu erityisesti siitä, että nettoutuksen osapuolia on moniportaisessa hallinnassa vähemmän, jolloin kuittauksia saadaan aikaan enemmän.

Arvopaperikauppojen nettoutuksessa kuitataan samana päivänä sovitut osto- ja myyntitoimeksian-not, jonka jälkeen nettoutettu muutos ilmoitetaan arvopaperikeskukseen. Nettoutus voi koskea sekä arvo-osuuksien määrää että niistä maksettavaa rahasummaa. Nettouttamisen idea on vähentää toimi-tuksiin liittyviä riskejä arvopaperimarkkinoilla ja tehostaa toimintaa laskemalla käsittelykustannuk-sia kaappoihin liittyen. Mitä vähemmän yksittäisiä transaktioita tehdään, sitä vähemmän jää mah-dollisuuksia virheisiin. Toisaalta nettoutus voi myös lisätä riskejä selvitysjärjestelmässä, erityisesti luottoriskin hallinnassa.⁷⁶ Luottoriski aktualisoituu erityisesti markkinaosapuolen konkurssi- tai muussa maksukyvyttömyystilanteessa. Keskusvastapuolilla on mahdollisuus suojautua tältä luotto-riskiltä muun muassa vakuusvaateiden ja erilaisten osapuolikriteereiden kuten pääomavaatimusten avulla.⁷⁷

Nettoutusta voi olla joko kahdenvälistä tai monenkeskistä. Nettoutus voidaan jakaa myös positio- ja velvoitenettoutukseen. Positionettoutuksessa nettoutetaan päivän lopussa saman arvopaperilajin kaupat. Velvoitenettoutuksessa taas uudet kaupat muuttavat osapuolten välisiä maksuja ja arvo-osuuksien määriä. Tällöin syntyy tavallaan aina uusi sopimus, joka korvaa aiemman sopimuksen.⁷⁸ Keskusvastapuolen käytössä nettouttaminen on monenkeskistä velvoitenettoutusta, jolloin tehtävien merkintöjen ja siirtojen määrä saadaan minimoitua. Tämä taas vähentää markkinaosapuolien luotto-riskiä, sillä ainoa riski kohdistuu keskusvastapuoleen, jonka toimintaa valvotaan ja säännellään eri-tyisesti.

⁷⁴ Myller 2009, s. 4.

⁷⁵ HE 4/2013, s. 4.

⁷⁶ Brusila 1994, s. 17.

⁷⁷ Myller 2009, s. 4.

⁷⁸ Brusila 1994, s. 18.

2.5. Pakottaako arvopaperikeskusasetus hallintajärjestelmän muutokseen?

2.5.1. EU-oikeuden ja kansallisen oikeuden suhde

EU-oikeuden ja kansallisen oikeuden suhdetta määrittävät EU:n oikeusperiaatteista muun muassa etusijaperiaate, tulkintavaikutus ja suora sovellettavuus. EU-oikeuden etusija tarkoittaa sitä, että kansallisen lain ja EU-oikeuden ristiriitatilanteessa EU-oikeus saa etusijan kaikkeen kansalliseen oikeuteen nähden eli tulee sovellettavaksi ennen kansallista oikeutta. Suora sovellettavuus tarkoittaa sitä, että EU-oikeus saa välittömiä oikeusvaikutuksia ilman erillisiä valtiosisäisiä toimeenpanotoimia, kun sen voimaan saattamisen määräaika on tullut umpeen. Tulkintavaikutus tarkoittaa sitä, että kaikkea kansallista oikeutta tulkitaan EU-oikeuden valossa. Tulkintavaikutus onkin ikään kuin välillinen oikeusvaikutus, sillä tulkintavaikutus tuo EU-oikeuden tavoitteet ja säännökset voimaan vaikuttamalla kansallisen lain tulkintaan.⁷⁹

EY:n perustamissopimuksessa määritellään direktiivi velvoittavaksi saavutettavaan tulokseensa nähden, mutta se jättää muodon ja keinot kansallisen viranomaisen tai lainsäätäjän päätettäväksi. Direktiivit sitovat välittömästi ainoastaan jäsenvaltioita. Lisäksi ne eivät ole lainsäädäntösuosituksia, vaan oikeudellisesti sitovia EU-säädöksiä ja voivat saada oikeudellisia vaikutuksia, mikäli jäsenvaltio ei toimeenpane niitä määräajassa tai riittävässä määrin tavoitteen saavuttamiseksi.⁸⁰

EU-asetus on voimaan tullessaan välittömästi sovellettavissa olevaa oikeutta, eikä se vaadi mitään erillisiä lainsäädäntötoimia jäsenvaltiolta. EY:n perustamissopimuksen mukaan asetus pätee yleisesti ja on kaikilta osin velvoittava ja sitä sovelletaan sellaisenaan jäsenvaltioissa. Asetus on sitova myös asetuksen soveltamisalaan kuuluvia yksityisiä oikeushenkilöitä kohtaan. Asetuksia on usein käytetty nimenomaan aloilla, jotka kuuluvat EU:n yksinomaiseen toimivaltaan.⁸¹ Sen vuoksi ratkaisu käyttää asetusmuotoa arvopaperikeskusasetuksen yhteydessä on mielenkiintoinen.

Rahoitusmarkkinoita koskeva EU-sääntely on pitkään tapahtunut paljolti direktiivien muodossa, mikä on jättänyt jäsenvaltioille laajemman mahdollisuuden säännösten kansalliseen täytäntöönpanoon. Valtioille on siis jäänyt enemmän vapautta implementoida direktiivi lainsäädäntöönsä itselleen sopivimmalla tavalla. Tähän aiempaan linjaukseen nähden arvopaperikeskusasetus on selkeä poikkeus, sillä se on annettu asetuksen muodossa, jolloin se on välittömästi sovellettavaa oikeutta jäsenvaltioissa.⁸² Päätöksessä alkaa säätää rahoitusmarkkinaoikeudellisista asioista asetuksen tasolla

⁷⁹ Ojanen 2007, s. 82–83, 93–95, 98–99.

⁸⁰ Ojanen 2007, s. 54–55.

⁸¹ Ibid 2007, s. 54.

⁸² VM 033:00/2014 s. 16–17(143).

voidaan nähdä EU:n tahto harmonisoida rahoituksen sisämarkkinoita yhä tehokkaammin ja pyrkiä poistamaan kaupan esteitä rahoitusmarkkinoilla.

2.5.2. Arvopaperikeskusasetuksen artiklan 38 tulkinta

Asetuksentasoinen sääntely on siis suoraan Suomea sitova säännös. Seuraavaksi tulee tarkastella, mihin asetus oikeastaan Suomen velvoittaa. Arvo-osuuksien hallintajärjestelmän kannalta asetuksen olennaisin artikla on osallistujien ja niiden asiakkaiden arvopaperien suojelemista koskeva 38 artikla. Artiklaa on pidetty arvopaperikeskusasetuksen implementointia valmistelleessa työryhmässä tulkinvaraisena.⁸³ Artikla kuuluu kokonaisuudessaan seuraavasti:

38 artikla

Osallistujien ja niiden asiakkaiden arvopapereiden suojeleminen

1. Arvopaperikeskuksen on kussakin ylläpitämässään arvopapereiden selvitysjärjestelmässä säilytettävä tietoja ja ylläpidettävä tilejä, joiden perusteella se voi milloin tahansa viipymättä erottaa tileillään yhden osallistujan arvopaperit toisen osallistujan arvopapereista sekä tarvittaessa omista omaisuuseristään.
2. Arvopaperikeskuksen on säilytettävä tietoja ja ylläpidettävä tilejä, joiden perusteella jokainen osallistuja voi erottaa osallistujan arvopaperit osallistujan asiakkaiden arvopapereista.
3. Arvopaperikeskuksen on säilytettävä tietoja ja ylläpidettävä tilejä, jotka mahdollistavat sen, että jokainen osallistuja voi pitää yhdellä arvo-osuustilillä eri asiakkailleen kuuluvia arvopapereita, jäljempänä 'yhteisasiakaserottelu'.
4. Arvopaperikeskuksen on säilytettävä tietoja ja ylläpidettävä tilejä, joiden perusteella osallistuja voi erottaa minkä tahansa asiakkaansa arvopaperit, jos ja niin kuin kyseinen osallistuja edellyttää, jäljempänä 'yksilöllinen asiakaserottelu'.
5. Osallistujan on tarjottava asiakkailleen vähintään mahdollisuus valita yhteisasiakaserottelun ja yksilöllisen asiakaserottelun välillä ja ilmoitettava niille kuhunkin vaihtoehtoon liittyvistä kustannuksista ja riskeistä.

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

6. Arvopaperikeskusten ja niiden osallistujien on julkistettava tarjoamansa suojan tasot ja erottelun eri tasoihin liittyvät kustannukset ja tarjottava näitä palveluja kohtuullisin kaupallisin ehdoin. Erottelun eri tasojen koskevien tietojen on sisällettävä kuvaus tarjottujen erottelun tasojen tärkeimmistä oikeudellisista vaikutuksista, mukaan luettuna tiedot asiaankuuluvilla lainkäyttöalueilla sovellettavasta maksukyvyttömyyslainsäädännöstä.

⁸³ VM 033:00/2014 s. 39(143).

7. Arvopaperikeskus ei saa käyttää mihinkään tarkoitukseen arvopapereita, joka eivät kuulu sille. Arvopaperikeskus voi kuitenkin käyttää osallistujan arvopapereita, jos se on ennalta saanut kyseisen osallistujan nimenomaisen suostumuksen. Arvopaperikeskuksen on vaadittava osallistujia hankkimaan ennalta mahdollisesti tarvittavat suostumukset asiakkailtaan.

Artikla velvoittaa kohtien 3 ja 4 perusteella arvopaperikeskuksen tarjoamaan sekä yhteisasiakaserottelua että yksilöllistä asiakaserottelua. Näistä yhteisasiakaserottelun kuvaus viittaa vahvasti moniportaisen hallinnan malliin, jossa kaikki yhden välittäjän asiakkaiden arvo-osuudet ovat yhdellä arvo-osuustilillä, kuten Suomessa tällä hetkellä omaisuudenhoitotileillä. Sen sijaan yksilöllisen asiakaserottelun käsite voisi tarkoittaa joko suoran hallinnan järjestelmää tai sellaista moniportaisen hallinnan järjestelmää, jossa arvopaperikeskuksen kannassa arvo-osuudet olisi eritelty omistajakoh- taisesti. Tämän kaltainen järjestelmä poistaisi moniportaisen tilimallin mittakaavaedut ja nettoutta- mismahdollisuuden. Tällöin säilytys käytännössä muistuttaisi paljolti suoraa hallintaa.

Asetuksen johdantolauseessa 36 todetaan jäsenmaiden arvopapereiden hallintajärjestelmien eroa- vaisuus. Johdantolauseen mukaan asetus on tarkoitettu kattamaan sekä suoran että moniportaisen hallinnan järjestelmät suosimatta erityisesti kumpaakaan näistä. Johdantolauseiden 11 ja 42 mukaan asetuksessa ei ole tarkoitus edellyttää jonkin tietyn menetelmän käyttöönottoa arvo-osuuksien kir- jaamisessa. Asetuksella ei siis sen johdantolauseiden mukaan ole ollut tarkoitus ottaa kantaa valti- oiden valitsemiin arvo-osuuksien hallintajärjestelmiin.

Suomen järjestelmän kannalta olennaisin kohta 38 artiklassa on sen 5. kohta, josta löytyy poikkeus koskien erilaisia erottelumalleja. Arvopaperikeskusasetuksen implementointia pohtineessa työryh- mässä poikkeussäännöksen suhde suomalaiseen suoran omistuksen velvoitteeseen oli aiheuttanut pitkiä keskusteluja. Työryhmän arvion mukaan yksilöllinen asiakaserottelu koskee erityisesti moni- portaista hallintaa, mutta jäi epäselväksi, koskisiko se myös suoraa hallintaa.⁸⁴

Työryhmä suhtautui epäilevästi poikkeussäännökseen myös seuraavassa lakiluonnoksessaan. Poik- keuksen käyttöä ehdotettiin siinä määräajaksi. Asiassa todettiin otettavan oikeudellinen riski siitä, että Euroopan unionin tuomioistuin katsoo Suomen toimineen asiassa väärin ja asetuksen vastaises- ti. Tällainen ratkaisu voisi johtaa valtion vahingonkorvausvastuuseen. Erityistä huomiota kiinnitet- tiin 5. kohdan kirjaimelliseen tulkintaan, joka antaisi ymmärtää, ettei kansallista lainsäädäntöä voisi muuttaa lainkaan ilman, että poikkeussäännös raukeaa.⁸⁵ Tämänkaltainen laintulkinta kuulostaa mielestäni todella omituiselta, sillä asetus itsessään pakottaa valtiot jossain määrin muuttamaan lainsäädäntöään. Jos tämän muutoksen jälkeen poikkeussäännöksen soveltaminen ei olisi mahdollis- ta, olisi se jo syntyessään kuollut kirjain ja siten täysin hyödytön tarkoitustaan varten.

⁸⁴ VM 033:00/2014 s. 39(143).

⁸⁵ HE Luonnos 21.10.2015, s. 22–23.

Oikeusministeriö esitti lausunnossaan oman tulkintansa kyseisestä poikkeussäännöksestä. Sen mukaan asetuksen valmistelun yhteydessä kyseistä artiklaa koskien käydyissä neuvotteluissa oli tavoitteena varmistaa nimenomaan se, että Suomen järjestelmän kaltaiset lainsäädännöt olisi mahdollista pitää voimassa. Toisaalta myös oikeusministeriö tunnistaa poikkeussäännöksen ristiriidan asetuksen artiklan 49 mukaisen liikkeeseenlaskijan oikeuden valita käyttämänsä arvopaperikeskus kanssa.⁸⁶ Neuvottelujen perusteella nykyisen järjestelmän ylläpidon mahdollisuus voitaisiin kuitenkin nähdä lainsäätäjän tahtona asiassa.

ECSDA⁸⁷ toteaa raportissaan asiakasvarojen erottelumalleista yksilöllisen asiakaserottelun 38 artiklan tarkoittamalla tavalla olevan mahdollista toteuttaa useilla eri tavoilla. Tilit voivat olla täysin itsenäisiä tilejä arvopaperikeskuksessa, kuten suoran hallinnan järjestelmässä. Toisaalta tilit voidaan avata joko säilyttäjän tai sijoittajan nimiin. Arvopaperikeskuksella ei myöskään ole yksilöllisessä asiakaserottelussa välttämättä tietoa loppusijoittajista, eli myös moniportaisen hallinnan järjestelmä soveltuu sellaisenaan yksilölliseenkin asiakaserotteluun.⁸⁸ Samaan lopputulokseen on päästy myös Suomen uusimmassa lakiehdotuksessa, jossa poikkeussäännös on päätetty ottaa käyttöön. Suomalaisen sijoittajan omistamat suomalaisen yhtiön osakkeet, jotka on laskettu liikkeelle suomalaisessa arvopaperikeskuksessa, tulee jatkossakin kirjata suoran hallinnan järjestelmän mukaisesti, aivan kuten nykyisessäkin lainsäädännössä.⁸⁹

⁸⁶ OM 176/43/2014, s. 1–2(17).

⁸⁷ European Central Securities Depositories Association on eurooppalaisen arvopaperikeskusten yhteinen järjestö. Järjestön tavoitteena on kehittää yhteistyötä arvopaperikeskusten, viranomaisten ja muiden sidosryhmien kesken. <http://ecsd.eu/about>.

⁸⁸ ESCDA 2015, s. 7–8.

⁸⁹ HE 28/2016, s. 1.

3 MONIPORTAISEN HALLINNAN VAIKUTUKSET TIEDONSAANTIIN

Suomalaisen oikeuskulttuurin yhtenä kantavana periaatteena voidaan pitää avoimuutta ja siitä seuraavaa julkisuusperiaatetta. Julkisuusperiaatteen tausta on jo vuoden 1766 painovapausasetuksessa, joka tehtiin Anders Chydeniuksen ehdotuksen pohjalta.⁹⁰ Julkisuusperiaate on myös kirjattu perustuslain 12 §:ään. Vaikka julkisuusperiaate koskee lähtökohtaisesti hallintoa, monet Suomessa tehdyt lainsäädännölliset valinnat, kuten nykyinen suoran hallinnan järjestelmä arvo-osuuksia koskien, on tehty nimenomaan yhteiskunnan avoimuuden näkökulmasta.⁹¹ Suomi on myös menestynyt hyvin kansainvälisissä vertailuissa yhteiskunnan avoimuuden suhteen. Muun muassa Transparency Internationalin korruptioindeksissä Suomi oli vuonna 2015 toisella sijalla koko maailmassa edellään ainoastaan Tanska.⁹²

Sanotaan, että tieto on valtaa. Tiedon avoimuus yhteiskunnassa mahdollistaa paremmin asioihin vaikuttamisen ja osallistumisen. Toisaalta valtaa tuo myös mahdollisuus salassapitoon ja jollekin osapuolelle tarpeellisen tiedon salaamiseen. Kaikenlainen tietojen salaaminen on omiaan lisäämään muiden osapuolten epäluottamusta asiaa kohtaan. Lisäksi läpinäkyvyys estää tehokkaasti epäasiallisten toimintatapojen kasvamista ja jopa suoraa korruptiota.⁹³ Osakeomistus on julkisuuden suhteen arvopaperimarkkinoilla poikkeus sikäli, että muiden kuin oman pääoman ehtoisten arvo-osuuksien osalta omistusten julkisuutta ei ole pidetty tarpeellisena.⁹⁴ Täten esimerkiksi joukkovelkakirjalainoihin ja näihin liittyviin korko- tai tuotto-osuuksiin liittyvät omistustiedot eivät ole vastaavalla tavalla yleisöjulkisia kuin osakeomistukset.

3.1. Tosiasiallinen edunsaaja

Sipilän hallituksen kansainvälisen veronkierron vastaisen toimintaohjelman mukaan omistuspohjan läpinäkyvyyden lisäämiseksi "pyritään edistämään tosiasiallisen edunsaajan (beneficial owner) julkisuutta".⁹⁵ Tosiasiallinen edunsaaja on olennainen käsite erityisesti kansainvälisessä vero-oikeudessa. Se saa tuki merkitystä myös kansallisissa lainsäädännöissä. Käsitettä ei kuitenkaan ole täsmällisesti määritelty minkään maan lainsäädännössä. Tosiasiallisen edunsaajan käsitettä käytetään kuitenkin useissa kansainvälisissä verosopimuksissa.⁹⁶ Tiedonsaannissa kaikkien osapuolten

⁹⁰ Mäenpää 2015, s. 1136–1137.

⁹¹ HE 104/1990, s. 6.

⁹² Transparency Internationalin kotisivu: Corruption perceptions index 2015. <http://www.transparency.org/cpi2015>, viitattu 7.5.2016.

⁹³ Mäenpää 2015, s. 1138–1141.

⁹⁴ HE 104/1990, s. 6.

⁹⁵ Hallituksen toimintaohje 12.3.2014 s. 11(14).

⁹⁶ Knuutinen 2012, s. 87–88.

kannalta onkin olennaista saada tietoonsa nimenomaan tosiasiallinen edunsaaja. Useissa tilanteissa tiedoksi on mahdollista saada ainoastaan juridinen omistaja (legal ownership), jolloin todellinen edunsaaja voi olla joku aivan muu. Esimerkiksi brittiläisessä trust-järjestelmässä todellinen edunsaaja ei ole se, joka näkyy trustin haltijana tai hoitaa omaisuutta, vaan se, jonka hyväksi trust on perustettu ja joka saa siitä syntyvän tuoton ja hyödyn. Trust-järjestelmästä on huomattava, että omistusoikeudet eivät brittiläisessä järjestelmässä määräydy samalla tavoin kuin suomalaisessa.⁹⁷

Tosiasiallisena edunsaajana pidetään yleisesti sitä henkilöä, jonka hyödyksi omistuksesta saatavat edut lopulta koituvat. FATF⁹⁸:n mukaan todellisella edunsaajalla tarkoitetaan luonnollista henkilöä, joka lopulta todella omistaa yhteisön, kuten yrityksen tai oikeuden vakuutukseen tai henkilö, jonka hyväksi kyseinen järjestely tehdään. Sillä tarkoitetaan myös henkilöä, jolla on todellinen kontrolli oikeushenkilön tai järjestelyn suhteen.⁹⁹ Lain rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen estämisestä ja selvittämisestä (18.7.2008/503) 5 §:n mukaan taas tosiasiallisella edunsaajalla tarkoitetaan "luonnollista henkilöä, jonka hyväksi liiketoimi toteutetaan tai, jos asiakas on oikeushenkilö, sitä luonnollista henkilöä, jonka määräysvallassa asiakas on." Määritelmiä voidaan soveltaa analogisesti myös yksittäisten osakkeiden omistamiseen kokonaisen oikeushenkilön lisäksi. Tosiasiallinen edunsaajuus voi ilmetä monella eri tavalla. Tavallisimmassa tapauksessa tosiasiallinen edunsaajuus ja juridinen omistajuus ovat samalla henkilöllä. Esimerkiksi normaali osakkeenomistaminen Suomessa toimii tällä tavoin, samoin kuin vaikkapa kiinteistön omistaminen tavallisessa tilanteessa. Tällöin siis henkilö, joka saa todellisen hyödyn omaisuudesta näkyy myös julkisesti juridisena omistajana esimerkiksi kiinteistörekisterissä. Toisaalta salainen omistaminen ei ole erityisen harvinaista kiinteistöjenkään osalta Suomessa. Tämä tilanne syntyy, kun yhteisesti hankittu kiinteistö kirjataan vain toisen osapuolen nimiin.¹⁰⁰

FATF on tosiasiallisen edunsaajan suositustensa yhteydessä myös antanut suosituksen, jonka mukaan hallintarekisteröinnin väärinkäyttöä tulisi ehkäistä. FATF suosittaa maita säännökseen, joka pakottaa osakkeiden säilyttäjän paljastamaan todellisen osakkeenomistajan relevanttiin rekisteriin. Lisäksi tämä rekisteri tulisi FATF:n mukaan olla julkisesti saatavilla. Toisena vaihtoehtona suositetaan säilyttäjien lisenssijärjestelmää. Tämän järjestelmän osanottajien tulisi luovuttaa tiedot tarpeen mukaan viranomaisille. Hallintarekisteröinnin väärinkäyttö tosiasiallisen edunsaajan piilottamiseksi tulisi myös olla sanktioitu riittävän ankarasti.¹⁰¹ Tämäkään ei välttämättä estä rikollisia käyttämästä

⁹⁷ Mikkola 2008, s. 185–188.

⁹⁸ Rahanpesun ja terrorismin rahoituksen vastainen toimintaryhmä, joka perustettiin OECD:n alaisuuteen vuonna 1989.

⁹⁹ FATF 2014, s. 8.

¹⁰⁰ Mikkola 2008, s. 96–97.

¹⁰¹ FATF 2014, s. 17.

bulvaaneja ennen hallintarekisteröintiä ja siten piilottamasta todellista edunsaajaa. Tähän ongelmaan auttaa kuitenkin ainoastaan kiinnijäämisen todennäköisyyden kasvattaminen, jota parempi valvonta ja valtioiden välinen yhteistyö asiassa nostavat.

Myös G20-maat¹⁰² ovat todenneet järjestön kannalta tärkeäksi asiaksi todellisen edunsaajan tunnistamisen. Maiden tulisi toimia esimerkkinä erilaisten juridisten järjestelyjen väärinkäytön estämisessä ja omistusten läpinäkyvyyden lisäämisessä. G20:n mukaan mailla tulisi olla määritelmä tosiasialliselle edunsaajalle ja maiden tulisi tuottaa riittävä informaatio tosiasiallisista edunsaajista siten, että niitä säilytetään liikkeeseenlaskijamaassa. Lisäksi maiden tulisi varmistaa, että viranomaisilla on käytettävissään riittävästi informaatiota omistajista toimintaansa varten ja että viranomaiset osallistuvat aktiivisesti kansainväliseen tiedonvaihtoon tosiasiallisia edunsaajia koskien. Periaatepäätöksessä korostetaan myös valtioiden velvollisuutta estää moniportaisen hallinnan ja hallintarekisteröinnin väärinkäyttö.¹⁰³

3.2. Vaikutukset liikkeeseenlaskijoille

Liikkeeseenlaskijalla tarkoitetaan AML 2:3:n mukaan suomalaista tai ulkomaista yhteisöä, joka on laskenut liikkeelle arvopaperin. Termi on siis olennaisesti laajempi kuin pörssiyhtiön termi, jolla tarkoitetaan AML 2:7:n mukaan julkista osakeyhtiötä tai eurooppayhtiötä, jonka oikeudellinen kotipaikka on Suomessa. Hallintajärjestelmän muutoksen olennaisimmat vaikutukset kohdistuisivat nimenomaan pörssiyhtiöihin, mutta käytän tässä tutkimuksessa termiä liikkeeseenlaskija kuvaamaan kaikkia yhtiöitä, joilla on intressi kerätä pääomaa markkinoilta. Listautuminen voisi tulla kyseeseen joillekin liikkeeseenlaskijoille moniportaisen hallinnan sallimisen myötä.

Liikkeeseenlaskijoille moniportainen hallinta aiheuttaa vaikeuksia siinä mielessä, että liikkeeseenlaskijayhtiön on huomattavasti vaikeampaa tietää osakkeenomistajansa kuin suorassa hallinnassa. Suoran hallinnan järjestelmässä yhtiö saa osakasluettelonsa suoraan arvopaperikeskuksesta. Yhtiöllä on tietyissä tilanteissa velvollisuus tiedottaa päätöksistä tai päätösehdotuksista osakkeenomistajilleen. Kaikissa tapauksissa yleisöjulkisuus ei ole mahdollista liiketoiminnallisista syistä. Yhtiön johdolle voi myös olla tärkeää tuntea omistajansa, jotta he pystyvät toimimaan paremmin yhtiön omistajien tahdon mukaisesti. Jonkinasteista tietoa omistajien tahdosta johto saa yhtiökokouksessa, mutta kerran vuodessa oleva yhtiökokous ei läheskään aina ole riittävän nopea keino saada omistajien yleistä mielipidettä yritysjohdon tietoon.

¹⁰² Vuonna 1999 perustettu kansainvälinen toimielin, jossa käsitellään erityisesti kansainvälisiin rahoitusmarkkinoihin liittyviä asioita. http://www.g20.org/English/aboutg20/AboutG20/201511/t20151127_1609.html.

¹⁰³ G20 2014, s. 1–3.

OYL 5:20:n mukaan yhtiön on lähetettävä yhtiökokouskutsu niille osakkeenomistajilleen, joiden osoite on yhtiön tiedossa. Tällöin hallintarekisteröityjen osakkeiden kohdalla ei nähdäkseen yhtiökokouskutsuvelvoitetta ole olemassa. Olisi kuitenkin hyvän tavan mukaista lähettää kokouskutsu tilinhaltijalle, joka voisi välittää kutsun eteenpäin. Luonnollisesti kutsun perille saaminen voi muodostua ongelmalliseksi pitkän hallintaketjun tilanteissa. Voi myös olla yrityksen kannalta epäedullista laittaa kokouskutsussa olevat tiedot kulkemaan tuntematonta reittiä pitkin osakkeenomistajalle, sillä tällöin kolmas osapuoli voi saada tietoonsa yritystoiminnan kannalta olennaisia tietoja.

Vastaavanlainen osakkeenomistajan tunnistusongelma tulisi yhtiökokouksen päätösehdotuksien ja tilinpäätösinformaation etukäteistutkimamahdollisuudessa. Osakkeenomistajalla on OYL 5:21:n mukaan oikeus tutustua näihin tietoihin ennalta vähintään viikon ajan. Vastaavat oikeudet tutustua dokumentteihin etukäteen on sulautumisen ja jakautumisen yhteydessä. Yritysjärjestelyjen ollessa kyseessä OYL:ssa mainitut dokumentit on oltava osakkeenomistajan käytettävissä kuukauden ajan ennen yhtiökokousta. AML 2:7:n mukaisen jatkuvan tiedonantovelvollisuuden kohdalla tällaista kohtaanto-ongelmaa ei olisi, sillä tietoa annetaan tällöin markkinoille, eikä osakkeenomistajien tunteminen ole välttämätöntä yhtiön kannalta.

Koska osakkeenomistajalla ei ole oikeutta saada nähdäkseen hallituksen pöytäkirjoja, ei moniportainen hallinta aiheuta tämän suhteen lisähaasteita.¹⁰⁴ Yksittäisen moniportaista hallintaa käyttävän sijoittajan kannalta nämä asiat voivat tarkoittaa sitä, että hän pääsee todellisuudessa tutustumaan yhtiökokouksessa päätettäviin asioihin vasta saatuaan nimensä tilapäiseen osakasluetteloon. Tällöin osakkeenomistajien yhdenvertaisuus ei toteudu täydellisesti tiedonsaannin osalta.

Säännellyllä markkinalla toimivan liikkeeseenlaskijan on säännöllisen tiedonantovelvollisuuden perusteella kerrottava toimintakertomuksessa tiedonantovelvollisuusasetuksen (1020/2012) 2:5:n mukaan tiedot muun muassa osakkeiden omistuksen jakautumisesta, yhtiön suurimmista omistajista, omistukseen ja äänivaltaan liittyvistä sopimuksista ja järjestelyistä, jotka voivat vaikuttaa osakkeen arvoon, ja mahdolliset henkilöt, joilla on määräysvalta yhtiössä.¹⁰⁵ Näiden tietojen antaminen tulee yritykselle käytännössä mahdottomaksi tilanteessa, jossa suurten omistajien tiedot ovat hallintarekisterin takana, jolleivät he ole halunneet ilmoittautua yhtiökokoukseen. Suurimpina omistajina näkyisivät tällöin helposti hallintarekisteröintien hoitajat. Näiden ilmoittaminen ei liene kuitenkaan tiedonantovelvollisuuden tarkoituksena, sillä omistajatietojen jakamisen syynä voidaan pitää sellaisen vaikutusvallan tietoontuloa, joka voi vaikuttaa osakkeen arvoon ja yrityksen tuleviin liiketoi-

¹⁰⁴ Mähönen – Villa 2010, s. 252.

¹⁰⁵ Parkkonen – Knuts 2014, s. 184.

mintaratkaisuihin. Vaikka AML 8:8:n mukaan suomalaisilla säilyttäjillä on velvollisuus ilmoittaa liikkeeseenlaskijoille näiden osakkaat, ei näitä tietoja käytännössä läheskään aina saada johtuen moniportaisen hallinnan rajat ylittävästä luonteesta.

Yritykset käyttävät osakkaidensa selvittämiseen jonkin verran myös kansainvälisten omistajatietojen keräämiseen erikoistuneiden yhtiöiden palveluita. Nämä keräävät omistajatietoja pääasiassa haastattelumenetelmää käyttäen erityisesti suurilta kansainvälisiltä sijoittajilta ja institutionaalisilta sijoittajilta. Tiedon luotettavuus ja ajantasaisuus eivät kuitenkaan tässä järjestelmässä ole mitenkään varmaa ja tästä syystä liputusvelvollisuus on olennainen osa tiedonsaantia myös itse yrityksen kannalta.¹⁰⁶

Huomattavien ääni- ja omistusosuuksien ilmoittamisesta eli liputusvelvollisuudesta säädetään AML 9 luvussa. Sääntely pohjautuu EU-direktiiviin 2004/109/EY eli niin sanottuun avoimuusdirektiiviin. Direktiiviä on täydennetty myöhemmin direktiivillä 2013/50/EU. Direktiivin täydennyksen tavoitteena oli muun muassa tuoda julkisuuteen sellaisten sijoitusinstrumenttien käyttö, joilla on tosiasias-
 ssa osakkeenomistusta vastaava vaikutus. Osakkeenomistajalla on velvollisuus ilmoittaa tietyn osuuden ylittävät omistuksensa ja ääniosuutensa yhtiössä, ja liikkeeseenlaskijalla on velvollisuus tiedottaa tästä julkisesti. Mitä enemmän osakkeita on hallintarekisteröitynä, sitä suurempi merkitys liputusilmoituksilla on omistajapohjan tiedonsaannin kannalta.¹⁰⁷

Liputusvelvollisuudella pyritään varmistamaan liikkeeseenlaskijan omistus- ja vallankäyttörakenteen läpinäkyvyyttä. Liputusilmoitus tulee tehdä viimeistään kaupan jälkeisenä kaupankäyntipäivänä. Täten tiedot omistuksista olisivat aina mahdollisimman ajantasaiset. Liputusvelvollisuus kohdistuu lähtökohtaisesti osakkeenomistajaan. AML 9:4:ssä säädetään osakkeenomistajaan rinnastettavasta henkilöstä, joka käyttää määräysvaltaa osakkeenomistajayhteisössä. Liputusvelvollisuus koskee myös tällaista henkilöä. Osakkeenomistaja on henkilö, joka käyttää osakkeisiin liittyviä oikeuksia suoraan tai välillisesti. Täten osakkeenomistajaksi luetaan esimerkiksi edunvalvoja.¹⁰⁸ Liputusvelvollisuuteen on otettu joitain poikkeuksia, joista moniportaisen hallinnan kannalta on olennaisin AML 9:8.1, jonka mukaan osakkeet, jotka on hankittu selvitystoimintaa varten enintään neljäksi päiväksi tai pelkkä arvopaperien säilytys ilman mahdollisuutta vapaasti käyttää osakeoikeuksia, eivät muodosta liputusvelvollisuutta. Tämä onkin luonnollista, sillä muussa tapauksessa suuret suomalaiset säilyttäjäpankit joutuisivat tekemään jatkuvasti liputusilmoituksia pörssi-yhtiöitä koskien kun muistetaan hallintarekisteröityjen arvo-osuuksien määrä Helsingin pörssissä.

¹⁰⁶ Liljebloom 2010, s. 66.

¹⁰⁷ Parkkonen – Knuts 2014, s. 239–241.

¹⁰⁸ Parkkonen – Knuts 2014, s. 245–248.

Vaikka nykyisessä arvo-osuusjärjestelmässä yhtiö tuntee suomalaiset osakkeenomistajansa, ei tilanne, jossa omistajat tai ainakin osa heistä olisivat tuntemattomia liikkeeseenlaskijalle, ole vieras Suomessa. Tämä tilanne voi syntyä osakeyhtiöllä, joka ei ole liitettynä arvo-osuusjärjestelmään, sillä osakkeensaajalle ei ole osakeyhtiölaissa säädetty velvollisuutta ilmoittaa saantoaan yritykselle. Ainoastaan oikeus osakasoikeuksien käyttöön toimii kannusteena saannon ilmoittamiselle. Täten on jopa varsin tavanomaista, ettei yhtiöllä ole tiedossaan kaikkia osakkeenomistajia, eikä osakeluettelo välttämättä kuvaa täydellisesti yhtiön omistusta.¹⁰⁹

3.3. Vaikutukset sijoittajille

Markkinoilta löytyy useita erilaisia sijoittajia, joilla on erilaiset tavoitteet ja tuotto-odotukset. Sijoittajat voidaan jakaa yleisesti yksityissijoittajiin ja institutionaalisiin sijoittajiin. Yhteisenä oletuksena voidaan kuitenkin pitää sitä, että sijoittajat pyrkivät tekemään tuottoa arvopaperimarkkinoilla.

Euroopan unionin komission direktiivissä 2003/124/EY määritellään järkevän sijoittajan käsite. Direktiivin mukaan järkevät sijoittajat tekevät päätöksensä käytettävissään olevien tietojen perusteella. Tällaisen sijoittajan voidaan olettaa toimivan jossain määrin rationaalisesti. Hän pyrkii hyödyntämään hankkimaansa tietoa ja saavuttamaan siten tuottoa arvopaperimarkkinoilla.¹¹⁰ Markkinoiden toimimiselle on sijoittajan kannalta olennaista, että hänen on mahdollista myydä arvopaperinsa silloin, kun se on hänelle edullista. Tämän takia osakkeen likviditeetti eli vaihdettavuus on tärkeää.¹¹¹

Yksityissijoittajien määrä Suomessa on kasvanut huomattavasti vuodesta 1995 lähtien. Vuonna 2011 suomalaisista talouksista 54 prosentilla oli hallussaan arvopapereita ja 29 prosentilla pörssiosakkeita.¹¹² Arvo-osuusjärjestelmässä olevien yksityishenkilöomistajien määrä on kasvanut vuoden 1994 noin 500.000 omistajasta vuoden 2014 yli 800.000 omistajaan.¹¹³ Täten arvo-osuusjärjestelmän sijoittamismahdollisuudet koskevat huomattavan suurta osaa suomalaisista ja ne ovat siten erittäin merkityksellisiä kansantaloudellisessa mielessä.

Institutionaalisia sijoittajia ovat muun muassa eläkevakuutusyhtiöt, vakuutusyhtiöt, pankit ja sijoitusrahastot. Rahoituslaitosten ja julkisyhteisöjen määrä osakkeenomistajina Suomessa on pysynyt melko samana vuodesta 1996 lähtien. Sen sijaan yhtiöiden ja ulkomaisten omistajien määrän kasvu osakkeenomistajina Suomessa on ollut suurta. Ensimmäisen vuosineljänneksen lopussa vuonna 1996 oli arvo-osuusjärjestelmässä omistajina noin 11.000 yhtiötä ja 1.500 ulkomaalaista henkilöä.

¹⁰⁹ Mähönen – Villa 2012, s. 262–263.

¹¹⁰ Knuts 2011, s. 106–107.

¹¹¹ Virtanen 2010, s.68.

¹¹² Pörssisäätiö: Kotitalouksien säästämistutkimus 2011.

¹¹³ Euroclear: tilastoarkisto – historiadata 2015.

Vuonna 2014 vastaavaan aikaan omistajina oli jo noin 30.000 yhtiötä ja 10.000 henkilöä. Ulkomais-
ten omistajien lukumäärässä eivät näy hallintarekisteröidyt osakkeet.¹¹⁴

Institutionaalisilla sijoittajilla voi olla hyvin vaihtelevia sijoitusstrategioita ja -tyylejä. Joidenkin si-
joittajien tavoitteena on sijoittaa yhtiöihin, joiden omaisuuden arvo on alle niiden markkina-arvon.
Tässä strategiassa tuotto tulee kurssinousun ohella osinkotuotoista. Toinen yleinen tapa toimia on
pyrkä tuottoon sijoituskohteen voimakkaan kasvun avulla. Tällöin pyritään sijoittamaan yritykseen,
jossa nähdään suurta kasvupotentiaalia. Institutionaalisten sijoittajien välillä on myös suuria eroja
siinä, kuinka paljon ne haluavat olla mukana vaikuttamassa yhtiön hallintoon ja kehittämiseen ja
siinä, kuinka pitkällä aikavälillä sijoituksia tehdään. Ulkomaalaiset sijoittajat eivät usein ole haluk-
kaita tai kiinnostuneita osallistumaan yrityksen päätöksentekoon suomalaisissa pörssi-yhtiöissä.¹¹⁵
Esimerkkinä sijoittajasta, joka haluaa olla vahvasti mukana yritysten hallinnossa pitkällä sijoitusho-
risontilla, on Suomen valtion pörssisijoituksista vastaava Solidium.¹¹⁶

Sijoittajan kannalta on todella tärkeää saada mahdollisimman paljon tietoa yrityksestä sijoituspää-
töstä varten. Tietoa tulisi olla tarjolla niin paljon, että osakkeen hinta vastaa riittävän hyvin sen ar-
voa. Informaation epäsymmetria eli tietoero markkinoiden ja yhtiön johdon välillä vaikuttaa siihen,
kuinka suureksi sijoittamisen riski koetaan.¹¹⁷ Riskin suuruus taas on sijoittajan kannalta suoraan
negatiivinen asia ja vaikuttaa myös osakkeiden likviditeettiin, jos muut sijoittajat eivät ole halukkaita
laittamaan varojaan osakkeisiin.

3.3.1. Nykytilanne

Suurin osa sijoituspäätöksen kannalta merkityksellisestä tiedosta, kuten taloudelliset tunnusluvut,
julkaistaan yhtiön tilinpäätöksessä sekä osavuositarkastuksissa. Tilinpäätöksessä tulee kirjanpitolain
(1336/1997) mukaan olla esillä muun muassa tase, tuloslaskelma ja rahoituslaskelma, joista löyty-
villä luvuilla lasketaan suurin osa sijoittajalle tärkeistä tunnusluvuista. Osakeyhtiön tulee OYL
8:10:n mukaan toimittaa tilinpäätöstiedot kahden kuukauden kuluessa tilinpäätöksen vahvistamisesta
rekisteröitäviksi kaupparekisteriin. Sijoittaja saa halutessaan tiedot kaupparekisteristä, sillä kaup-
parekisteritiedot ovat julkisia kaupparekisterilain (2.2.1979/129) 1a §:n mukaan. Osalle sijoittajista
voi olla myös hyvin merkityksellistä saada tietoa yrityksen omistajista ja heidän omistusosuus-
staan. Nykyisen lainsäädännön etuna on osakasluettelon jatkuva julkisuus, minkä myötä jokaisella
on mahdollisuus tutustua yhtiön omistajiin.

¹¹⁴ Euroclear: tilastoarkisto – historiadata 2015.

¹¹⁵ Virtanen 2010 s.69–70.

¹¹⁶ Solidium 2015.

¹¹⁷ Virtanen 2010, s. 26.

Finanssivalvonta (Fiva) pitää yllä arvopaperimarkkinalain 13:3:n mukaista julkista sisäpiirirekisteriä, josta käyvät ilmi sisäpiiriläinen, hänen lähipiirinsä ja sisäpiiriläisen sekä lähipiirin omistamat rahoitusvälineet sekä niiden hankinnat ja luovutukset. Nykyisessä keskitetyssä järjestelmässä liikkeeseenlaskijat ilmoittavat Fivalle rekisteriin merkittävät tiedot. Liikkeeseenlaskija puolestaan saa tiedot suoraan sisäpiiriläisiltä heidän omasta ilmoituksestaan.¹¹⁸

Julkisen sisäpiirirekisterin tavoitteena on tuottaa ja välittää tietoa markkinoille ja siten vaikuttaa osakkeen hinnanmuodostukseen. Tieto sisäpiiriin kuuluvista on sijoittajille tarpeen, koska sisäpiirin kaupat ja markkinoiden manipulointi vaikuttavat haitallisesti markkinoiden asianmukaiseen läpinäkyvyyteen ja haittaavat talouden toimijoiden kaupankäyntiä yhteismarkkinoilla.¹¹⁹ Sisäpiirirekisterin tarkoitus on siten pitää yllä osakkeen luonnollista ja sen arvoa oikein heijastavaa hinnanmuodostusta vähentämällä sijoittajien pelkoa siitä, että markkinoilla olisi toimijoita, joilla olisi osakkeen hintaan vaikuttavista seikoista parempaa tietoa.

3.3.2. Työryhmän esityksen mukaisen moniportaisen hallinnan vaikutukset

Moniportaisen hallinnan vaikutukset osakkeenomistuksen julkisuuteen riippuvat olennaisesti siitä, kuinka hallintajärjestelmä päätetään lainsäädännöllisesti toteuttaa. Tarkastelen tässä kappaleessa vaikutuksia, joita sijoittajille olisi tullut, mikäli julkisuus olisi järjestetty valtiovarainministeriön työryhmän ehdotusten ja niitä seuranneen lakiluonnoksen mukaisesti.

Työryhmän toimeksiannossa esityksen tehtäväksi määritettiin säilyttää arvopaperimarkkinoiden omistuksen julkisuus ja läpinäkyvyys vähintään nykytasolla, kuitenkin ottaen huomioon piensijoittajien oikeuden jonkinasteiseen yksityisyydensuojaan, jota ei ole sisäpiiriläisillä tai poliittisesti tärkeässä asemassa olevilla.¹²⁰ Koska uuden arvopaperikeskusasetuksen myötä suomalaisten omistuksia koskeva tieto ei ole enää välttämättä saatavissa pelkästään arvopaperikeskuksen rekisteristä, työryhmä esitti ensin ehdotuksessa uudeksi laiksi arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta 4:8:ssä perustettavaksi uutta Patentti- ja rekisterihallituksen ylläpitämää yleisöjulkista omistusrekisteriä Suomen lain mukaan rekisteröityjen osakeyhtiöiden omistajista.

Rekisterissä olisi otettu huomioon piensijoittajien yksityisyydensuoja, sillä ehdotuksen mukaan tiedot rekisteriä varten olisi kerätty neljä kertaa vuodessa ja vain suomalaisista osakkeenomistajista, joilla on yli 500 osaketta kyseiseltä liikkeeseenlaskijalta. Tietojen kerääminen olisi ollut osakkeen liikkeeseenlaskijan vastuulla. Hallintarekisteröityjen osakkeiden osalta hallintarekisteröinnin hoitaja

¹¹⁸ Parkkonen – Knuts 2014, s.401.

¹¹⁹ 2003/6/EY.

¹²⁰ VM 033:00/2014 s. 1–2(13).

olisi ollut velvollinen toimittamaan tiedot osakkeenomistajista joko liikkeeseenlaskijalle tai suoraan rekisteriin. Lisäksi osakkeenomistajan olisi tullut itse pitää huoli siitä, että tiedot hänestä on merkitty rekisteriin. Rekisterissä hallintarekisteröityjen osakkeiden suomalaisista omistajista olisivat ilmenneet nimi, kotipaikka tai asuinpaikka ja osakkeiden laji sekä lukumäärä.¹²¹

Työryhmä ei ehdotuksessaan sallinut hallintarekisteröintiä valtioneuvoston asetuksen (616/2008) 1.1 §:n mukaisesti poliittisesti vaikutusvaltaisille henkilöille. Sen sijaan työryhmä halusi asettaa pohdittavaksi, tulisiko poliittisesti vaikutusvaltaisten henkilöiden voida valita säilytysmallinsa samalla tavalla kuin tavallisten osakesijoittajien. Tällainen rajoitus olisi työryhmän mielestä voinut olla tarpeen, jotta varmistettaisiin, ettei henkilö voi valita sellaista säilyttäjää Suomen ulkopuolelta, joka ei ole hakenut arvopaperikeskuksen selvitysosapuoleksi tai tilinhoitajaksi.¹²²

Velvollisuus ylläpitää osakasluetteloa, josta käyvät ilmi suorassa hallinnassa osakkeenomistaja ja epäsuorassa hallinnassa hallintarekisteröinnin hoitaja, olisi siirtynyt ehdotuksen mukaan arvopaperin liikkeeseenlaskijalle. Sisäpiirirekisterisääntely olisi pysynyt ehdotuksen mukaan nykyisen kaltaisena. On kuitenkin tärkeää kysyä, olisiko sisäpiirirekisteri-ilmoitusten paikkansapitävyyden varmistaminen riittävässä määrin mahdollista, jos hallintarekisteröinti on sallittu myös suomalaisille henkilöille, joita sisäpiiriin voi kuulua.

Ehdotus olisi muuttanut tiedonsaantia suomalaisista omistuksista verrattuna nykyiseen jatkuvaan yleisöjulkisuuteen. Ehdotuksen myötä tiedonsaanti olisi muuttunut hallintarekisteröitävien osakkeiden osalta vain neljä kertaa vuodessa tapahtuvaksi yleisöjulkisen rekisteritiedon keräämiseksi. Tosiasiallisesti tämä siis olisi heikentänyt sijoittajan tiedonsaantimahdollisuutta potentiaalisen sijoituskohteen omistuspohjasta ja olisi saattanut siten vaikuttaa negatiivisesti osakkeen arvonmuodostuksen todenmukaisuuteen.

Euroclear Finland Oy onkin todennut työryhmän mietintöön jättämässään eriävässä mielipiteessä, että ehdotuksen mukaisessa mallissa "Omistustietojen läpinäkyvyyttä ja saatavuutta rajoitetaan, kun useilla kv- ja EU-tason sääntelyratkaisuilla pyritään edistämään omistajatietojen ajantasaista ja tehokasta saatavuutta ja tietojen avoimuutta".¹²³ Euroclear Finland Oy on siis mielestäni varsin perustellusti sitä mieltä, että ensimmäisen ehdotuksen mukainen malli olisi tosiasiasa heikentänyt sijoittajien ja muiden kolmansien osapuolien tiedonsaantia yhtiöiden todellisista omistajista. Omistusrekisterin rajaaminen yli 500 osakkeen omistajiin olisi ollut sijoittajille edullinen ratkaisu, sillä tätä

¹²¹ VM 033:00/2014 s.72–73, 109(143).

¹²² VM 033:00/2014 s.8(13).

¹²³ VM 033:00/2014, eriävä mielipide.

pienempien omistajien tietämisellä ei ole merkitystä ostopäätöksen kannalta. Lisäksi sen tarjoama lisä piensijoittajan yksityisyyden suojaan olisi ollut tällaisen sijoittajan kannalta mielestäni selkeästi hyvä asia.

Useat lausunnonantajat totesivat yleisöjulkisuuden heikkenevän ehdotetussa mallissa¹²⁴, joten valtiovarainministeriö esitteli uuden julkisuusmallin moniportaista hallintaa koskien luonnoksessa laiksi arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta 21.10.2015. Uudessa mallissa omistajatiedot olisivat olleet yleisöjulkisia koko ajan, eikä ainoastaan neljästi vuodessa. Tietojen toimittaminen olisi ollut tilin- tai hallintarekisteröinnin hoitajan vastuulla. Varsinaista rekisterijärjestelmää olisi ylläpitänyt Patentti- ja rekisterihallitus. Tiedot olisi tullut ilmoittaa ainoastaan suomalaisista loppusijoittajista eli pitkän hallintaketjun tilanteessa vastuu tiedon ilmoittamisesta olisi ollut viimeisellä ketjun säilyttäjällä.¹²⁵ Näitä tietoja olisi yleisön ollut mahdollista tutkia Patentti- ja rekisterihallituksen järjestämän kyselyjärjestelmän kautta.

Säilyttäjien tiedonsaanti asiasta olisi varmistettu vaatimuksella sopimuksesta säilyttäjän ja arvo-osuuden omistajan välillä, jossa olisi sovittu säilyttäjän oikeudesta saada lainsäädännön kannalta tarpeelliset tiedot. Valvontavastuu näiden säännösten noudattamisesta olisi annettu Finanssivalvonnalle, jolla olisi myös ollut mahdollisuus lakiluonnoksen 4:6:n mukaan estää säilyttäjän merkintä hallintarekisteröinnin hoitajaksi olennaisten rikkomusten seurauksena.

Ehdotetut järjestelmät eivät näkemykseni mukaan pystyisi turvaamaan tietoa suomalaisista osakkeenomistajista yhtä hyvällä tasolla kuin nykyinen järjestelmä. Kansainväliset yhteydet hallintaketjussa olisivat omiaan hävittämään omistajatiedon, sillä tällaisia ketjuja ei voida säädellä puhtaasti kotimaisen lainsäädännön avulla, vaan siihen vaadittaisiin kansainvälistä harmonisointia. Useiden suomalaisten yritysten omistuksista huomattava osa on jo ulkomaisten, tuntemattomaksi jäävien sijoittajien hallussa. Täten suomalaisten sijoittajien jonkinasteinen tuntemattomaksi jääminen ei välttämättä olisi suuri haitta sijoituspäätösten teon kannalta. Sijoittajalle kaikkein olennaisin omistajatieto yrityksestä on sen suuromistajat, joilla on niin suuri päätäntävalta, että ne pystyvät vaikuttamaan yrityksen päätöksentekoon. Näiden omistusten tietoonsaamista varten on AML 9:5:ssä säädetty liputusvelvollisuus tiettyjen omistusosuuksien ylittävien kauppojen osalta. Tätä kautta myös sijoittajat saavat tietoonsa yhtiöön kohdistuvat suuret intressit ja voivat tehdä sijoituspäätöksensä niiden pohjalta.

¹²⁴ Valtiovarainministeriö 5.3.2015, s. 3–5(7).

¹²⁵ HE Luonnos 21.10.2015 s. 17.

Sijoittajalle itselleen voisi myös koitua ylimääräisiä vaikeuksia yhtiössä toimimisen kannalta, mikäli hänen osakkeenomistuksensa hallintarekisteröitäisiin. Tämän hetkisen lainsäädännön mukaan osakkeenomistajalla on oikeus muun muassa OYL 5:2:n mukaan tutustua ennakkoon yhtiökokouksen päätösehdotuksiin ja yhtiön tilinpäätösinformaatioon. Tämän tiedon saaminen voisi olla haastavaa, mikäli tilapäiseen osakasluetteloon ilmoittautuminen tapahtuisi vasta viime hetkellä ennen yhtiökokousta. Yhtiökokoukseen osallistuminen hallintarekisteröidyillä osakkeilla on mahdollista jo nykyisen lainsäädännön mukaan, joten siihen osallistumisessa ja esimerkiksi kyselyoikeuden käytössä yhtiökokouksessa ei pitäisi olla ongelmia suomalaisillakaan sijoittajilla moniportaisesta hallinnasta huolimatta.

Sijoittajan kannalta tiedonsaannissa on otettava huomioon myös henkilötietojen suoja, sillä sijoittajat ovat tietopyynnöissä myös kohteena. Tietosuojavaltuutettu toteaa lakiluonnoksesta antamassaan lausunnossa taloudellisen vallan käyttäjien tietämisen olevan sellainen yleinen intressi, joka ei mene yksityisyyden suojan ydinalueille. Lausunnossa kuitenkin kyseenalaistetaan mahdollisuus sellaiseen järjestelmään, jossa kolmas osapuoli pystyy tekemään suoria hakuja säilyttäjäyritysten tietokantoihin. Tietosuojan kannalta valtuutettu näkeekin parempana järjestelmän, jossa tiedot toimitetaan Patentti- ja rekisterihallitukselle, joka toimisi rekisterinpitäjänä. Tähän rekisteriin olisi yleisöllä mahdollisuus tehdä hakuja.¹²⁶

Jos tällainen hakujärjestelmä erotettaisiin tehokkaasti osakasluetteloista ja hakuja voisi tehdä suoraan henkilön nimellä, hakumahdollisuuksien luonnissa tulisi olla tarkkana PL 10 §:n mukaisen yksityisyyden suojan turvaamisessa. Kyseinen rekisteri olisi kaupparekisterin ja kiinteistörekisterin tapainen perusrekisteri. Tietojen tarkastelussa on olennaisena pidetty maksuttomuutta, mutta esimerkiksi kaupparekisteritiedot ovat perus- ja yhteystietoja lukuun ottamatta maksullisia. Rekisterin järjestämisen kannalta tulisikin pohtia, miten sen kulut katettaisiin, mikäli se päätettäisiin jättää maksuttomaksi. Myös mahdollinen tietojen kaupallinen käyttäminen tulisi ottaa huomioon järjestelmää muodostettaessa.

Yksityiselämän suojan piiristä on haluttu rajata pois toimiminen elinkeinoelämässä.¹²⁷ Suojan perustuslaillinen tausta johtaa siihen, että poikkeuksien yksityiselämän suojasta tulisi aina olla suhteessa vastakkaiseen intressiin nähden. Voidaankin kysyä, toimivatko piensijoittajat sillä tavoin elinkeinoelämässä, että heidän yksityisyyden suojaansa olisi tarkoituksenmukaista loukata yleisöjulkisella rekisterillä, jonka tietoja kenellä tahansa olisi mahdollisuus tarkastella. Tässä mielessä pi-

¹²⁶ Tietosuojavaltuutetun toimisto 2015, s. 1–3(3).

¹²⁷ Korhonen 2003, s. 85.

dän hyvänä alkuperäisen ehdotuksen yli 500 osakkeen rajaa omistusten julkisuudelle. Toisaalta taas osakkeiden arvot vaihtelevat huomattavasti yhtiöittäin. Täten pienomistajuuden raja voisi olla mielekkäämpää määritellä esimerkiksi omistusten arvon kautta, sillä esimerkiksi Valoe Oyj:n osakkeen arvo Helsingin pörssissä oli 8.7.2016 0,01 euroa ja Kone Oyj:n osakkeen arvo samana päivänä 41,21 euroa. Täten 500 osakkeen arvoksi tulisi joko 5 euroa tai 20.605 euroa.

3.4. Vaikutukset viranomaisille

Valtion kannalta olennaisimpia viranomaisia tiedonsaannin suhteen ovat verottaja, poliisi sekä syyttäjälaitos. Nämä kaikki ovatkin vastustaneet moniportaisen hallinnan laajentamista koskemaan myös suomalaisia sijoittajia.¹²⁸ Myös muilla viranomaisilla kuten ulosottovirastoilla ja Finanssivalvonnalla voi olla toimintansa kannalta intressejä tietää yritysten tosiasiallinen omistaja.

Nykyisessä lainsäädännössä säilyttäjäpankeille ei ole asetettu velvoitetta ilmoittaa verottajalle asiakkaitensa tietoja. Tällaista velvoitetta julkisesta rekisteristä ehdotettiin molemmissa työryhmän ehdotuksissa uudeksi sääntelyksi koskien arvopaperien hallintamallia.¹²⁹ Verottaja saa tiedot voittonjaosta nykyisessä suoran hallinnan järjestelmässä suoraan yhtiöiltä. Verotus on täten mahdollista tehdä suoraan näiden tietojen perusteella.

AOJSL 8:1:n mukaan hallintarekisteröinnin hoitajan tulee ilmoittaa todellinen omistaja Finanssivalvonnalle, mikäli omistaja on tiedossa. Jos todellista omistajaa ei tiedetä, tulee ilmoittaa tiedot omistajan puolesta toimivasta asiamiehestä ja saada tältä vakuutus siitä, ettei osuuksien todellinen omistaja ole suomalainen henkilö tai yhteisö. Näitä tietoja ei Finanssivalvonnalla kuitenkaan ole oikeutta antaa verottajalle. Tätä asiaa koskee myös päätös KHO 1998:14, jossa todettiin, ettei Rahoitustarkastuksella ollut velvoitetta antaa Verohallinnolle salassa pidettäviä tietoja, jotka se oli saanut haltuunsa luottolaitosten valvonnan yhteydessä.

Finanssivalvonnan tehtävänä on lain Finanssivalvonnasta (19.12.2008/878) 3 §:n mukaan valvoa finanssimarkkinoilla toimivien toimintaa. Siten Finanssivalvonnan valvontapiiriin kuuluvat nimenomaan arvopaperisäilyttäjät ja hallintarekisteröintien omaisuudenhoitajat. Sen sijaan yksityisten piensijoittajien valvominen ei varsinaisesti kuulu Finanssivalvonnan ydintehtäviin. Tämän vuoksi Finanssivalvonta on vastustanut lakiehdotuksissa sille ehdotettuja tehtäviä moniportaisen hallinnan valvontaa koskien. Finanssivalvonnan tiedonsaantiin moniportaisen hallinnan mahdollistamisella ei olisi juurikaan vaikutusta, sillä Finanssivalvonta saa kansainväliseen valvontaan tarvitsemansa tie-

¹²⁸ Valtiovarainministeriö 5.3.2015, s. 3–5(7).

¹²⁹ ks. HE luonnos 21.10.2015 ja VM 033:00/2014.

dot jo nyt pääasiassa kaupparaportoinnin ja kansainvälisen viranomaisyhteistyön avulla. Finanssivalvonnan tiedonsaanti kansainvälisten arvo-osuuskauppojen osalta on parantunut myös MIFIR¹³⁰-asetuksella, joka yhdenmukaistaa kaupparaportointia EU-alueella.¹³¹

Nykyisessä järjestelmässä Finanssivalvonta pystyy hyödyntämään suoraan omistustietoa suomalaisten sisäpiiriläisten kaupankäynnin valvonnassa. Tämänkaltainen mahdollisuus tehokkaaseen automatisoituun valvontaan poistuisi moniportaisen hallinnan yleistymisen myötä, ja Suomessa jouduttaisiin siirtymään monissa muissa maissa yleiseen sisäpiiriläisen omaan ilmoitukseen perustuvaan valvontajärjestelmään. Toisaalta keskusvastapuolen käyttö on jo nykyisellään heikentänyt automaattisen valvonnan mahdollisuutta, sillä järjestelmä ei pysty tunnistamaan päivänsisäistä kaupankäyntiä. Sisäpiirirekisterijärjestelmä tulisi uusina täysin moniportaisen hallinnan käyttöönoton myötä, joskin toisaalta järjestelmä alkaa olla vanhentunut jo nykyisiin arvopaperimarkkinoihin ja kaipaaisikin joka tapauksessa uudistusta riippumatta Suomessa vallitsevasta arvo-osuuksien hallintajärjestelmästä.¹³²

Mikäli veroviranomaisille ei moniportaisen hallinnan käyttöönoton yhteydessä myönnettäisi lisää valtuuksia tiedonsaantiin, Verohallinnon tiedonsaanti heikkenisi huomattavasti. Tämä taas tuottaisi vaikeuksia sekä osinko- että luovutusvoittoverotuksen toimittamiseen. Tällä hetkellä veroviranomaiset saavat verotukseen käyttämänsä tiedot suoraan Arvopaperikeskuksen järjestelmästä. Lisäksi verottaja saa tietoja välittäjien toimittamista vuosi-ilmoituksista. Moniportaiseen hallintaan siirryttäessä tulisi Verohallinnon tiedonsaanti painottumaan enemmän omaisuudenhoitajilta saatuihin tietoihin. Lisähaastetta asiaan toisi hallintaketjujen valtiorajojen ylittäminen, sillä Verohallinnon toimivalta koskee ainoastaan Suomea.¹³³

Verohallinnon tiedonsaannin kannalta olennainen muutos on tulossa OECD¹³⁴:n Common reporting standard -säännösten mukaisen automaattisen verotietojen vaihdon myötä. Automaattinen tietojenvaihto tarkoittaa informaation säännöllistä ja systemaattista siirtämistä valtiolta toiselle. Vaihdetta- vat tiedot ovat maiden verohallintojen tietoja. Tietojenvaihdolla voidaan varmistaa se, että ulkomaiset tulot osataan ottaa huomioon verotusta tehtäessä.¹³⁵

¹³⁰ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus rahoitusvälineiden markkinoista (600/2014/EU).

¹³¹ Finanssivalvonta 2015, s. 2–4.

¹³² Liljebloom 2010, s. 72.

¹³³ Liljebloom 2010, s. 69–70.

¹³⁴ Vuonna 1961 perustettu järjestö, jonka tarkoituksena on parantaa taloudellista ja sosiaalista hyvinvointia maailmassa. Jäsenenä 34 valtiota (39.5.2016). <http://www.oecd.org/about/>.

¹³⁵ Äimä 2014, s.453–454.

FATCA¹³⁶-sopimuksen solmiminen Yhdysvaltojen kanssa pakottaa EU-valtiot jakamaan samat tiedot myös muiden EU-maiden kanssa. Tähän asti muun muassa Luxemburg on yhtenä Euroopan veroparatiiseista kieltäytynyt automaattisesta tietojenvaihdosta,¹³⁷ mutta se joutuu siirtymään automaattisen tietojenvaihdon järjestelmään, mikäli se solmii tietojenvaihtosopimuksen Yhdysvaltojen kanssa. Täten tiedonvaihto Euroopan sisällä tulee parantumaan huomattavasti seuraavien vuosien aikana. Kansainvälisen tiedonvaihdon myötä saatavia tietoja voidaan käyttää ainoastaan verotukseen, eikä niitä siten voida luovuttaa muille viranomaisille. Verohallinto saa muutosten myötä tietoa suomalaisilla sijoittajilla vuoden lopussa olevista saldoista sekä heille maksetuista osingoista ja muista tuotoista, kuten luovutusvoitoista. Tiedoissa ei kuitenkaan yksilöidä, mitä suomalaisia yhtiöitä henkilö omistaa. Tietoja joudutaan tutkimaan manuaalisesti ja käytännössä tiedot tulevat olemaan hyödynnettävissä vasta jälkivalvontaa ja muutosverotusta varten. Täten ne eivät pysty korvaamaan verotuksessa suoraa omistajatietoa, jonka avulla suomalaisten henkilöiden verotus on tähän mennessä voitu hoitaa pitkälti automatiikan avulla. Muutos on tulossa voimaan vuoden 2017 alusta koskien siis vuoden 2016 verotustietoja.¹³⁸

Vaikka muutos ei auttaisi ratkaisemaan kaikkia verottajan kannalta moniportaiseen hallintaan liittyviä ongelmia, se on omiaan vaikeuttamaan tällä hetkellä lainvastaisesti omistuksensa hallintarekisteröineiden suomalaisten toimintaa. Täten omistusten piilottaminen ulkomaille hallintaketjujen avulla tulee vaikeutumaan nykyisessäkin järjestelmässä, mikä on luonnollisesti yhteiskunnan toiminnan ja verotuksen toimitettavuuden kannalta hyvä asia. Vastaavat tiedot olisi hyvä saada käytettäviksi myös esimerkiksi poliisille talousrikostutkintaa varten, mutta se vaatisi vielä pidemmälle menevää kansainvälistä yhteistyötä tässä asiassa.

Poliisin ja syyttäjälaitoksen toimittaman esitutkinnan kannalta moniportaisen hallinnan myötä heikenevä omistajatieto aiheuttaisi jonkin verran haasteita. Tiedon karkaaminen ulkomaille veisi tiedonhankinnan heidän toimivaltansa ulkopuolelle ja voisi siten vaikeuttaa huomattavasti rikostutkintaa etenkin monimutkaisien talousrikoksien kohdalla. Verotietojenvaihtokaan ei auttaisi esitutkintaviranomaisia, sillä uusien tiedonluovutus sopimusten mukaan Verohallinnolla ei ole oikeutta luovuttaa saamiaan tietoja eteenpäin muihin kuin verotustarkoituksiin. Moniportaisen hallinnan tilanteissa esitutkintaviranomaisten kannalta tulisivatkin olennaisiksi erilaiset valtiosopimukset, joiden kautta voitaisiin saada virka-apua toisten valtioiden viranomaisilta rikostutkintaa varten. Moniportaisen hallinnan poliisille ja syyttäjälaitokselle aiheuttamat vaikeudet kohdistuisivat niin erilaisiin talousri-

¹³⁶ Foreign Account Tax Compliance Act, vuonna 2010 säädetty Yhdysvaltain liittovaltion laki verotiedonvaihtoa koskien.

¹³⁷ HE 160/2009, s. 2.

¹³⁸ Vero-osaston lausunto 2015, s. 2–3(4).

koksiin, kuten kirjanpitorikoksiin, verorikoksiin ja velallisen epärehellisyyksiin, kuin myös rikollisella toiminnalla hankittujen varojen löytämiseen ja jäljittämiseen. Tämän tyyppisissä rikoksissa on toki nykyisinkin mahdollista lähteä siirtämään varojaan ulkomaille, mutta moniportaisen hallinnan ketjutuksen aikaansaamat mahdollisuudet helpottaisivat näkemykseni mukaan rikollisen toiminnan harjoittamista huomattavasti ja vaikeuttaisivat viranomaisten toimintaa rahanpesun ja terrorismin ehkäisemisessä. Moniportaisen hallinnan kautta ulkomaiset säilyttäjäpankit eivät olisi enää rahanpesulain (18.7.2008/503) sääntelyn piirissä ja täten niillä ei olisi kyseisen lain 8 §:n mukaista velvoitetta tunnistaa oikeustoimen tosiasiallista edunsaajaa. Tässä tilanteessa valuttaisiin selvästi pois päin sekä G20-maiden että Suomen hallituksen tosiasiallisen edunsaajan tunnistamisesta antamien linjausten suunnasta.

3.5. Vaikutukset kolmansille osapuolille

Omistaminen on asia, joka kiinnostaa ihmisiä myös arvopaperimarkkinoiden ulkopuolella. Kolmansilla osapuolilla, kuten alihankkijoilla tai asiakkailta, voi olla intressi tietää, kuka käyttää todellista omistajavaltaa jossain yhtiössä. Lisäksi ihmiset ovat tunnetusti kiinnostuneita tämän kaltaisista asioista silkkää uteliaisuuttaan. Tärkeimpänä kolmantena osapuolena omistajatiedon kannalta voidaan nähdä media, jonka tehtävänä on toimia myös vallan vahtikoirana. Kolmansille asti leviävä tieto omistuksista estää myös tehokkaasti korruptiota ja muita vastaavia väärinkäytöksiä. Medialla on perinteisesti ollut vahva rooli tällaisten väärinkäytösten paljastamisessa, ja sen vuoksi lakiesitys onkin saanut huomattavan paljon palstatilaa medialta, onhan kiinnostus ja tiedonintressi mediallyllä ollut ilmeinen. Muita kolmansia, joilla voi olla intressi tuntea yrityksen todelliset omistajat, ovat sellaiset toimijat, jotka ovat solmimassa sopimusta kyseisen yhteisön kanssa, esimerkiksi alihankkijat. Näille toimijoille voi olla tarpeellista tietää, onko yrityksen omistustilanteessa jotain sellaista, joka voisi vaikuttaa heidän väliseensä sopimukseen. Yritysten omistusten yleisöjulkisuutta on parantanut muun muassa uusi osuuskuntalaki (14.6.2013/241), jonka 4:16:ssä osuuskuntien jäsen- ja omistajaluettelot tulivat ensimmäistä kertaa asianosaisjulkisiksi.

OYL 3:17:n ja 4:5:n mukaan osake- ja osakasluettelot ovat Suomessa yleisöjulkisia. Näin ei ole kuitenkaan aina ollut tilanne, vaan osakeomistus tuli ensimmäistä kertaa yleisöjulkiseksi, ja siten helposti saatavaksi kolmannen tietoon, vuoden 1978 osakeyhtiölain (734/1978) uudistuksen yhteydessä. Tällöin kyseisen lain 12 §:ään otettiin säännös, jonka mukaan osakeluettelo tuli olla pääkonttorissa jokaisen nähtävänä. Tätä ennen osakeluettelo oli ainoastaan asianosais- ja viranomaisjulkinen.

Vuoden 1895 osakeyhtiölain 26b §:n mukaan: "Hallituksen on sallittava osakkeenomistajaa sekä viiranomaisen tarkastaa 17 §:ssä mainittua osakeluetteloa."¹³⁹

Suomalaisia osakeomistuksia tuli yleisön tietoon ensimmäistä kertaa suuremmassa määrin, kun Esko Seppänen julkaisi osakastietoja kirjassaan Oy Suomi-Finland Ab vuonna 1974. Seppänen toimi vanhan osakeyhtiölain edellyttämällä tavalla saadakseen osakeluettelot käsiinsä eli hankki yhden osakkeen kustakin yhtiöstä ja sai täten oikeuden osakkaana tutustua luetteloihin. Yhtiöiden omistussuhteista löytyy pitkät luettelot kyseisen teoksen lopusta. Seppäsen projekti on ollut todella haastava ja aikaa vievä, sillä tuohon aikaan omistustiedot ovat olleet lähes liikesalaisuuksia. Jotkin yhtiöt, kuten esimerkiksi Rauma-Repola olivatkin antaneet Seppäsen tutustua ainoastaan pykälän vaatimaan osakeluetteloon, mutta eivät olleet antaneet selkeämmin luettavissa olevaa osakasluetteloa nähtäväksi.¹⁴⁰

Yleisöjulkisuuden kannalta olennainen tekijä on myös se, ovatko omistajatiedot todella saatavilla helposti ja kohtuullisin kustannuksin. OYL 4:5:n mukaan jokaisella on oikeus tutustua osakasluetteloon arvopaperikeskuksessa, tai jos yrityksellä on pääteyhteys arvopaperikeskukseen, myös yhtiön pääkonttorissa. Käytännössä tämä tarkoittaa nykyisellään sitä, että osakastietoihin tutustuakseen tulee mennä itse fyysisesti arvopaperikeskukseen tutkimaan luetteloja heidän päätelaitteeltaan, sillä hyvin harvalla yhtiöllä on kyseistä pääteyhteyttä. Tämä on ongelmallista henkilöille, jotka asuvat kaukana Helsingistä, missä arvopaperikeskus sijaitsee. Tällaisessa tilanteessa kolmannelta saattaa puuttua todellinen mahdollisuus tietojen tarkasteluun, sillä vaikkapa Rovaniemeltä on melko pitkä matka lähteä katsomaan osakasluetteloita tietynä päivänä, kuten osingon irtoamispäivänä. Osakasluettelon hintaa taas koskee OYL 3:17, jonka mukaan oikeus jäljennökseen osakasluettelosta on annettava yhtiölle koituvien kulujen korvausta vastaan. Oikeus katseluun on siis itsessään maksuton, mutta jos luettelosta haluaa kopion itselleen tarkempaa tarkastelua varten, pyytäjän tulee korvata kulut.

Paljonko osakasluettelo sitten todellisuudessa maksaa tällä hetkellä? Toimittaja Jarno Liski on pyrkinyt selvittämään Euroclearilta, paljonko luettelolle tulisi hintaa. Vuoden 2012 alussa Euroclearin perimä hinta on ollut 84 senttiä sivua kohden.¹⁴¹ Täten esimerkiksi Liskin pyytämän Keskisuomalainen Oy:n 228 sivua pitkän omistajaluettelon arvonlisäverottomaksi hinnaksi olisi tullut 168 euroa.¹⁴² Tämän hinnan perusteella Liski on arvioinut kaikkien arvo-osuusjärjestelmään kuuluvien yh-

¹³⁹ <http://www.porssitieto.fi/kirjoitus/osakeyhtiolaki-1979.html>.

¹⁴⁰ Seppänen 1974, s. 17, 143.

¹⁴¹ http://datalysaattori.fi/wp-content/uploads/2012/12/eoa_euroclear_kantelu.pdf.

¹⁴² Euroclear Finland Oy 227/4/11, s. 8(9).

tiöiden osakasluetteloiden hinnaksi noin 50.000 euroa.¹⁴³ Kysyin itse asiaa sähköpostitse Euroclearilta. Nykyisellään luettelokopiot hinnoitellaan yhtiön osakkaiden lukumäärän mukaan. Esimerkiksi alle 10.000 osakasta sisältävä luettelo maksaa 311 euroa ja yli 400.000 osakasta sisältävä jo 7.052 euroa. Kun arvo-osuusjärjestelmässä on yli 800.000 sijoittajaa, voisi kaikkien osakasluetteloiden hinta nousta jopa pitkälti yli Liskin arvioiman 50.000 euron.

Osakeyhtiölain nykyinen sanamuoto ei anna mahdollisuutta toimittaa muille kuin liikkeeseenlaskijalle itselleen osakasluettelon historiatietoja. Sanamuoto antaa myös ainoastaan oikeuden tutustua osake- ja osakasluettelon. Se ei sen sijaan anna mahdollisuutta saada jalostettua tietoa, kuten omistusluetteloa koskien yksittäistä henkilöä. Myös Euroclear on tulkinnut pykälää tällä tavalla.¹⁴⁴ Voidakseen saada selville yksittäisen henkilön kaikki arvo-osuusomistukset henkilön tulee siis hankkia itselleen kaikkien yhtiöiden osakasluettelot. Käytännössä näiden luetteloiden tutkiminen arvopaperikeskuksen päätteellä ei ole mahdollista niiden todella suuren määrän vuoksi. Lisäksi tietojen muokkaaminen itselleen käyttökelpoisempaan muotoon vaatii usein, että tiedot ovat itselle sopivassa sähköisessä muodossa. Koska yleisölle ei voida toimittaa myöskään omistuksia koskevia historiatietoja, omistustietojen seuranta jää jo nyt hieman vajavaiseksi median näkökulmasta, sillä täydellisen tiedon saadakseen tulisi osakasluettelot tilata itselleen joka päivä. Tällaisen tilauksen kustannukset taas tulisivat käytännössä kohtuuttomiksi jo isojenkin mediatalojen näkökulmasta.

Vaikka 84 sentin hinta sivua kohden vastaa nähdäkseni varsin hyvin arvopaperikeskukselle koituvia kustannuksia pienempien tilausten osalta, on hyvin vaikeaa uskoa, että kaikkien tietojen noin 50.000 euron hinta vastaisi asiasta koituvia todellisia kustannuksia OYL 3:17:n tarkoittamalla tavalla. Liski on yrittänyt kannella asiasta sekä oikeusasiamiehelle että kilpailuvirastoon. Molemmat viranomaiset ovat kuitenkin todenneet, ettei asia kuulu heidän toimialaansa.¹⁴⁵ Koska Euroclear Finland on yksityinen toimija, hinnoittelun oikeellisuus tulisi selvittää viime kädessä tuomioistuimessa. Mikäli moniportaisen hallinnan yhteydessä yleisöjulkisuutta haluttaisiin ylläpitää vastaavin säännöin, osakasluettelon hinta voisi kasvaa vielä nykyisestäänkin, sillä yhtiölle koituvat kulut osakasluettelon ylläpidosta kasvaisivat ja yhtiön olisi huomattavasti vaikeampaa varmistaa luettelon ajantasaisuus. Jos taas hinnoittelu toimisi nykyisen lainsäädännön mukaisesti, eli hinnoittelu tapahtuisi puhtaasti sen mukaan, mitä tiedon jäljentäminen maksaisi, yleisön osakasluettelokopioiden voisi hinta lähteä laskemaan huomattavastikin osakasluettelopalvelun ylläpitoa koskevan kilpailun myötä.

¹⁴³ http://datalysaattori.fi/wp-content/uploads/2012/12/eoa_euroclear_kantelu.pdf.

¹⁴⁴ Euroclear Finland Oy 227/4/11, s. 5–6(9).

¹⁴⁵ <http://datalysaattori.fi/porssiomistajien-nimet-maksavat-50-000-euroa/>.

Yksittäisten henkilöiden tulotiedot ovat julkisia verotettavan tulon osalta lain verotustietojen julkisuudesta ja salassapidosta (30.12.1999/1346) 5 §:n mukaan. Myös kiinteistörekisteristä ilmenevät kiinteistöjen omistukset ovat julkisia kiinteistörekisterilain (16.5.1985/392) 9 §:n nojalla. Erilaisia ihmisten varallisuuteen ja tuloihin liittyviä tietoja on siis pidetty lainsäädännössä tarpeellisina pitää yleisöjulkisuuden piirissä. Aiemmin, vanhan varallisuusverolain (1537/1992) voimassa ollessa, myös verotettava varallisuus oli julkinen tieto. Osittain juuri julkisuusperusteella varallisuusveron palauttamista on ajanut muun muassa Vasemmistoliiton Paavo Arhinmäki.¹⁴⁶ Varallisuusveron paluu sellaisenaan ei ole kuitenkaan kovinkaan todennäköistä, sillä varallisuusveron huomattavana ongelmana oli veropohjan aukollisuus. Sijoittajilla oli mahdollisuus muuttaa varallisuutensa johonkin ei-veronalaiseen sijoitukseen vuodenvaihteen ajaksi.¹⁴⁷ Tällaisia verottomia sijoituksia olivat muun muassa pankkitalletukset sekä joukkovelkakirjalainat.¹⁴⁸ Täten varallisuusverokaan ei ole ollut tarkka instrumentti omistusten julkisuuden suhteen.

Varallisuusveron poistamisen yhteydessä pohdittiin myös yksityisyyden suojan ja yhteiskunnallisen tiedontarpeen välistä suhdetta siitä, tulisiko varallisuustietojen olla julkisia ja missä laajuudessa. Asian tutkimista varten oli tarkoitus perustaa erillinen työryhmä.¹⁴⁹ Varallisuustiedot eivät kuitenkaan ole olleet julkisia enää yllä mainitun lainmuutoksen jälkeen, joten julkisuuden kannalta toimivaa järjestelmää ei ole ainakaan poliittisessa järjestelmässä saatu kehitettyä ja ajettua läpi.

Yleisöjulkisuuden kannalta olisi olennaista, että myös moniportaista hallintaa käytettäessä saataisiin ylläpidettyä jokin julkinen rekisteri osakkeiden omistajista. Arvopaperikeskusasetustyöryhmä esitti Patentti- ja Rekisterihallituksessa ylläpidettävää omistusrekisteriä. Moniportaisen hallinnan suhteen ongelmaksi muodostuukin itse tiedon saaminen erityisesti rajat ylittävissä omistusketjuissa. Yleisöjulkisuuden erilaisten toteuttamistapojen taloudellisia hyötyjä on vaikea arvioida ja työryhmä ei uskonut yleisöjulkisuudella olevan suoraa yhteyttä yritysten tehokkuuteen ja niiden pääomien saamiseen.¹⁵⁰ On kuitenkin merkillepantavaa, että omistustietojen julkisuuden tarpeeseen ovat heränneet myös G20-maat. Esimerkiksi Isossa-Britanniassa ollaan kehittämässä julkista rekisteriä osakeyhtiöiden omistuksista. Tätä hanketta on ajanut vahvasti erityisesti entinen pääministeri David Cameron.¹⁵¹ Mielestäni on ristiriitaista, että Suomi haluaisi olla maailman kärkeä korruption ja salailun vastustamisessa, mutta toisaalta haluaisi liikkua vastavirtaan hallintajärjestelmien kehityksessä ja

¹⁴⁶ <http://www.hs.fi/kotimaa/a1380259962888>, viitattu 11.7.2016.

¹⁴⁷ Linnakangas 2014, s. 219–221.

¹⁴⁸ HE 144/2005, s. 11.

¹⁴⁹ HE 144/2005, s. 17.

¹⁵⁰ VM 033:00 2014, s. 52–53(143).

¹⁵¹ <https://www.gov.uk/government/news/public-register-to-boost-company-transparency>.

viedä osakeomistukset kohti järjestelmää, jossa omistustietojen saaminen on todellista salapoliisityötä.

4 MONIPORTAISEN HALLINNAN TALOUDELLISET VAIKUTUKSET

Moniportainen hallinta aiheuttaa kaikille markkinatoimijoille haasteita erityisesti tilanteessa, jossa hallintaketju kulkee useiden valtioiden kautta. Tällöin on hyvin haastavaa määrittää omistusta koskevat esineoikeudelliset säännöt. Koska erot oikeusjärjestelmien välillä ovat huomattavia, ongelmat ovat todennäköisiä. Ongelmia syntyy niin eroavasta aineellisesta oikeudesta kuin myös eroista lainvalintasäännösten suhteen. Vaikeuksia tulee myös tilanteessa, jossa tuomioistuin joutuu soveltamaan vieraan valtion lakia, sillä sen tulkinta on usein haastavaa johtuen puuttuvasta tiedosta oikeusjärjestyksen perusteista. Esineoikeudellisissa asioissa osapuolten sopimismahdollisuus on huomattavasti pienempi kuin velvoiteoikeudellisissa, sillä esineoikeudet ovat oikeuksia kolmannen suhteen. Kansainvälisyys on täten riski yhteisomistustilanteissa, jollainen laaritilin käyttötilanne käytännössä on.¹⁵²

Lainvalintasäännöksiä on jo yhtenäistetty jonkin verran EU:n sisällä ja täten helpotettu markkinatoimijoiden tilannetta. Yhtenäisen substanssilainsäädännön puuttumista pidettiin suurimpana oikeudellisena riskinä Giovannini-raportissa. Ongelmia tämä aiheuttaa, sillä ei riitä, että tiedetään, mikä laki arvopaperitoimea koskee, vaan tulee myös tietää, kuinka kyseinen laki käsittelee suunniteltua liiketointa. Vaikeuksia aiheuttavat erityisesti muut toimet kuin kaupat, esimerkiksi arvopaperien panttaaminen. Erityisen olennaisena kansainvälisenä riskinä pidettiin lainsäädäntöjen eroja koskien kaupan lopullisuutta. Merkittäviä eroja on esimerkiksi takaisinsaantisäännöksissä.¹⁵³ Giovannini-raportin jälkeen on tullut voimaan direktiivi rahoitusvakuusjärjestelyistä (2002/47/EY), jolla yksinkertaistettiin arvopapereiden käyttöä vakuutena. Vaikka kyseinen direktiivi helpottaa huomattavasti arvopapereiden käyttöä vakuutena rahoitusmaailmassa, sen soveltamisala on kuitenkin melko suppea ja se sulkeekin täysin ulos yksityishenkilöt. Direktiivi jättää jäsenmaille mahdollisuuden päättää, koskevatko säännökset vakuusjärjestelyitä, joissa toisena osapuolena on oikeushenkilö, kuten osakeyhtiö.¹⁵⁴

Tilanne, jossa ei voida olla varmoja sovellettavasta lainsäädännöstä, aiheuttaa kustannuksia markkinatoimijoille, joiden täytyy tutustua useisiin oikeusjärjestelmiin sekä varautua oikeusjärjestelmäriskin kautta syntyviin tappioihin. Tämä luonnollisesti nostaa transaktiokustannuksia ja täten heikentää arvopaperimarkkinoiden toimivuutta. Kansainvälinen lainsäädäntöyhteistyö koskien sekä lainvalintasäännöksiä että aineellisia säännöksiä onkin rajat ylittävien arvopaperimarkkinoiden toiminnan kannalta olennaista ja mahdollistaa edellä mainittujen riskien pienentämisen.

¹⁵² Mikkola 2008, s. 202–204.

¹⁵³ Giovannini 2001, s. 55–57.

¹⁵⁴ Majuri 2007, s. 133–134.

4.1. Vaikutukset sijoittajille

4.1.1. Mahdollisuus valita suora tai moniportainen omistus

Työryhmän esittämä muutos olisi tarjonnut suomalaiselle sijoittajalle mahdollisuuden valita eAOJSL 6:4:n mukaan, haluaako hän sijoituksiensa toimivan suoran vai epäsuoran hallinnan järjestelmän mukaisesti. Vastaava mahdollisuus on tällä hetkellä ulkomaisilla sijoittajilla. Vaikka hallintarekisteröinti sallittaisiin, siitä ei tulisi ainoa mahdollinen tapa sijoittaa, jolloin sijoittajalle jäisikin mahdollisuus pohtia, kumpi järjestelmä soveltuu paremmin juuri hänen tarpeisiinsa. Hallintarekisteröinnin salliminen ainoastaan mahdollistaisi paremmin ulkomaisten palveluntarjoajien säilytyspalvelujen tarjoamisen suomalaisille sijoittajille ja lisäisi heidän todellisia mahdollisuuksia omaan valintaan. Säilyttäjien olisi tullut kertoa sijoittajille eri järjestelmiin liittyvistä riskeistä ja kustannuksista. Mallien väliset hintaerot tulisivat selkeästi esille, jolloin sijoittajalla olisi ollut mahdollisuus päättää, onko hän valmis maksamaan hintojen väliin jäävän preemion omistuksen henkilökohtaisesta erottelusta.¹⁵⁵

Hallintarekisteröinnin hoitajan olisi tullut eAOJSL 6:4:n mukaan tehdä myös sopimus arvoosuustilin haltijan kanssa. Tämän sopimuksen perusteella hallintarekisteröinnin hoitajan olisi tullut saada tiedot arvopaperien omistajista, arvopapereille maksetuista tuotoista ja arvopaperikaupoista sekä muut tiedot, joita hallintarekisteröinnin hoitaja olisi tarvinnut sitä koskevan lainsäädännön perusteella. Nämä tiedot olisivat olleet tarpeen erityisesti veroviranomaisen ja poliisin valvontatehtäviä varten.

Vuoden 2014 aikana noin 40 % Helsingin pörssissä liikkeeseenlasketuista osakkeista oli hallintarekisteröityjen tilien hallussa ja noin 4,5 % muiden ulkomaisten omistajien hallussa. Suora hallinta oli ulkomaisten osakkeenomistajien keskuudessa vahvimmillaan vuoden 2004 lopussa, jolloin hallintarekisteröitynä oli 37,9 % ja suorissa ulkomaalaisomistuksissa 12,5 % pörssin osakkeista.¹⁵⁶

Voitaisiin olettaa, että myös suomalaisten omistajien hallintarekisterin ja moniportaisen hallinnan käyttömäärä muuttuisi hitaasti kohti vastaavaa suhdetta. Täytyy kuitenkin ottaa huomioon, että suuri osa suomalaisista piensijoittajista ei juurikaan käy arvopaperikauppaa ja täten he olisivat varmasti myös hitaita tai haluttomia muuttamaan säilytysmalliaan. Lisäksi suuri osa Suomeen sijoittavista ulkomaalaisista on suuria institutionaalisia sijoittajia, joilla on piensijoittajaa suurempi intressi piilottaa omistuksensa. Sen vuoksi uskon, ettei hallintarekisterin käytön määrä hypähtäisi kerralla ko-

¹⁵⁵ VM 033:00/2014 s.4 (13), 50(143).

¹⁵⁶ Euroclear: tilastoarkisto – historiadata 2015.

vinkaan suureksi suomalaisten keskuudessa, vaan yleistyisi hiljalleen, kunhan siitä ehtisi ensin muodostua toinen säilytysstandardi.

4.1.2 Transaktiokustannukset

Sijoittajalle osakkeissa tärkeintä on luonnollisesti niiden tuotto. Sijoittajalle jäävän tuoton määrään taas vaikuttaa olennaisesti se, kuinka suuri osa tuotosta menee erilaisiin transaktiokustannuksiin, joita markkinoilla syntyy. Transaktiokustannuksilla tarkoitetaan kaikkia kaupankäynnin aikaansaamiseksi käytettyjä kuluja. Tällaisia kuluja ovat erilaisten välittäjille suoritettavien maksujen lisäksi myös sijoittajalla kaupankäynnin hoitamiseen kulunut aika, jonka olisi voinut käyttää myös johonkin muuhun. Osakemarkkinoille pääsemisen ja siellä olemisen tulisi olla mahdollisimman helppoa ja tehokasta, jotta erilaiset transaktiokustannukset pysyisivät mahdollisimman matalina ja arvopaperikaupankäynti olisi sijoittajalle mielekästä.

4.1.2.1. Selvityskustannukset

Eva Liljebloom pyrki raportissaan "Arvopaperien moniportaisen hallinnan ja hallintarekisteröinnin laajentamisen taloudellisista vaikutuksista" vertailemaan selvityskustannusten vaikutuksia arvopaperikaupan hintaan. Selvittämisessä selvitysosapuoli varmistaa, että kauppa täyttää vaaditut edellytykset ja että kaupan toteuttaminen on käytännössä mahdollista. Selvitysosapuoli pitää huolen siitä, että osakkeet ovat vaaditulla arvo-osuustilillä, ja siitä, että rahat on toimitettu selvitysjärjestelmän käyttöön. Selvityskulut olivat 2,021 € asiakastiliä kohden kotimaisessa tapahtumassa. Liljebloom laski raportissaan keskimääräiseksi selvityskustannukseksi 0,2094 € ulkomaisen sijoittajan hallintarekisteröidyillä osakkeilla tekemässä kaupassa. Keskimääräiset selvityskulut Euroopassa olivat vuosina 2006 ja 2008 0,35 € ja 0,25 € vastaavasti maan sisäisessä kaupassa.¹⁵⁷ Selvittämisen mennessä jatkuvasti elektronisempaan suuntaan ja sen vaatiessa teknologian kehittymisen myötä vähemmän manuaalista työtä, voitaisiin olettaa, että selvityskulut tulisivat jatkossakin pienenemään. Selvityskustannukset olisivat näiden laskelmien mukaan siis alle eurooppalaisen keskitason hallintarekisteröidyillä arvo-osuuksilla tehdyissä transaktioissa, mutta lähes kymmenkertaiset suoran omistuksen mukaisissa transaktioissa.

Liljebloom arvioi sijoittajien saaman hyödyn suorissa selvityskustannuksissa olevan vähintään 2–3 miljoonaa euroa, josta saadaan ikuisen kassavirran kaavalla $P=D/r$ ja hyvin maltillisella 4 % tuottovaatimuksella tuoton nykyarvoksi 50–75 miljoonaa euroa.¹⁵⁸ Kun tämän tuoton jakaa arvo-

¹⁵⁷ Liljebloom 2010, s. 23, 43.

¹⁵⁸ Liljebloom 2010, s. 60.

osuusjärjestelmän 850.000 sijoittajan kesken, arvoksi tulee noin 59–89 euroa sijoittajaa kohden nykyarvossa mitattuna. Täytyy kuitenkin muistaa, että tuotto vaihtelee huomattavasti riippuen käytetystä tuottovaatimuksesta ja ettei tuottovaatimusta voi löytää esimerkiksi yrityksen vuosikertomuksesta, koska se perustuu tulevaisuuden tuotto-odotuksiin.

Tuottovaatimuksen määrittelyssä onkin siis kyse siitä, kuinka suuren riskipreemion sijoittaja vaatii sijoituksen tehdäkseen.¹⁵⁹ Täytyykin ottaa huomioon, että 10 prosentin tuottovaatimuksella tuoton nykyarvo olisi 20–30 miljoonaa, kun taas kahden prosentin vaatimuksella se olisi 100–150 miljoonaa. Tuottovaatimus siis vaikuttaa huomattavasti sijoittajille selvityskustannusten alentumisesta koituvaan arvioituun hyötyyn.

Keskimääräisten selvityskulujen suuruuteen vaikuttaa välittäjien mahdollisuus nettouttaa hallintarekisteröityjen tilien yhteydessä useampi asiakaskauppa yhteen ja laittaa vain yksi arvo-osuuslajikohtainen kauppa selvitettäväksi selvitysosapuolelle ja siitä edelleen arvopaperikeskukselle. Tämä vähentää yksittäisten selvitystapahtumien lukumäärää ja siten laskee asiakaskohtaisia kuluja selvityksen yhteydessä. Nykytilanteessa tämä on mahdollista ainoastaan ulkomaisille sijoittajille, sillä suomalaisten kohdalla jokainen kauppa täytyy tehdä erikseen Arvopaperikeskuksessa oleville arvo-osuustileille.

Liljebloom uskoo, että keskusvastapuolen käyttö hallintarekisteröidyillä tileillä voi laskea selvitysten määrää jopa 95 %, jolloin tehtäväksi tulisi vain viisi selvitystä sataa kauppaa kohden. Euroclear Finlandissa selvitysten määrä laski keskusvastapuolen käyttöönoton yhteydessä 70 %, ¹⁶⁰ kuitenkin suuri osa saatavasta hyödystä menee tällä hetkellä nimenomaan ulkomaisille sijoittajille, jotka pääsevät hyödyntämään mahdollisuutta täysmääräisesti moniportaisen hallinnan kautta. Liljebloom toteaa myös Euroclear Finlandin nostaneen vähentyneiden selvitysten määrän myötä hintojaan, jolloin kustannukset suuntautuvat yhä vahvemmin suomalaisille sijoittajille. Järjestelmän muuttuminen samankaltaiseksi monien muiden Euroopan maiden järjestelmien kanssa voisi myös houkutella suuria ulkomaisia pankkeja tarjoamaan arvo-osuuksien vaihdantaa ja säilytystä Suomessa. Yritykselle on aina huomattavasti helpompaa alkaa toimia uudella toiminta-alueella, jos se pystyy hyödyntämään jo valmiiksi hallussaan olevaa tietotaitoa ja käyttämään valmiita toimintamallejaan. Täten syntyvän kilpailun voisi olettaa laskevan sijoittajien keskimääräisiä transaktiokustannuksia.

¹⁵⁹ Ikäheimo ym. 2011, s. 143–144.

¹⁶⁰ Liljebloom 2010, s. 41–42.

4.1.2.2. Arvopaperikeskuksen monopoliasema

Monopoliasema tarjoaa yritykselle mahdollisuuden käyttää hinnoitteluvoimaa markkinoilla. Kilpailun puute markkinoilla johtaa usein tilanteeseen, jossa hinta ei ole kohtuullinen tuotteen ostajalle, tässä tapauksessa sijoittajalle. Kilpailullinen toimiala on optimaalinen yhteiskunnan kannalta, sillä se tuottaa suurimman tuottajan ja kuluttajan yhteisylijäämän. Monopolitilanteessa tuottajan ylijäämä nousee, mutta kuluttajan ylijäämä pienenee vielä sitä enemmän. Tällöin yhteiskunnalle aiheutuu hyvinvointitappiota. Monopoli tuottaa liian vähän hyödykettä yhteiskunnan kokonaishyödyn näkökulmasta. Tästä syystä yhteiskunta pyrkii lähtökohtaisesti estämään monopolitilanteen.¹⁶¹ Euroclear Finlandin liikevoittoprosentti on ollut huima.¹⁶² Tämä viittaisi siihen, että se pystyy käyttämään huomattavaa hinnoitteluvoimaa ja täten nostamaan hintojaan.

Kilpailuvirasto totesi vuonna 2000 Euroclear Finlandilla, silloisella Arvopaperikeskus Oy:llä olevan määräävä markkina-asema omalla toimialallaan. Vaikka kyseessä ei ole puhtaasti lainsäädännöllinen monopoli, kilpailuvirasto ei ole pitänyt todennäköisenä, että Suomeen voisi syntyä kilpaileva selvitysjärjestelmä.¹⁶³ Syynä nykyisenkaltaisen monopoliaseman syntymiselle voidaan pitää mittakaavaetuja, joita kilpailevat toimijat eivät ole voineet saavuttaa, sillä heidän tulisi saattaa järjestelmänsä yhteensopiviksi suomalaisen lainsäädännön ja suoran hallinnan järjestelmän kanssa.¹⁶⁴ Arvopaperivälitysalalla mittakaavaedut ovat todella huomattavia, sillä toiminta perustuu automaattisessa tietojenkäsittelyssä tehtävään isojen tapahtumamäärien prosessointiin. Arvopaperikeskusten tehokkuudessa on myös todennäköisesti eroa, sillä ne ovat tähän asti tarjonneet palvelujaan kaikissa maissa pääasiassa monopoliasemassa.¹⁶⁵ Tämänkaltaisessa automatisoidussa toiminnassa, joka ei ole kovin työvoimaintensiivistä, on kiinteiden kustannusten osuus melko korkea koko kustannuspotista.

Moniportaisen hallinnan salliva lakimuutos mahdollistaisi kilpaileville ulkomaisille selvitystoiminnanharjoittajille saapumisen Suomen selvitysmarkkinoille. Monopoliaseman vaihtuessa kilpailullisiin markkinoihin kuluttajan ylijäämä kasvaa enemmän kuin tuottajan ylijäämä vastaavasti pienenee. Hyöty määräävän markkina-aseman purkamisesta tulisi koko yhteiskunnalle, mutta erityisesti kuluttajille eli tässä tapauksessa sijoittajille.¹⁶⁶

¹⁶¹ Pohjola 2012, s. 109.

¹⁶² https://www.euroclear.com/dam/EFi/Public/140610_APKasetus_ja_sailytysmallien_erot_Keskustelutilaisuus.pdf.

¹⁶³ KKV 553/61/2000.

¹⁶⁴ Pohjola 2012, s. 78.

¹⁶⁵ VM 033:00 2014, s. 53(143).

¹⁶⁶ Pohjola 2012, s. 83.

4.1.3. Osakasoikeuksien käyttäminen ja yhtiökokoukseen osallistuminen

AOJSL 8:1:n mukaan hallintarekisteröidyillä osakkeilla ei voida käyttää muita arvo-osuuden omistajalle kuuluvia oikeuksia kuin oikeutta nostaa varoja, muuntaa tai vaihtaa arvo-osuus ja osallistua osake- tai muuhun arvo-osuusantiin. Täten hallintarekisteröityjen osakkeiden omistajalla ei ole mahdollisuutta käyttää monia merkittäviä oikeuksia, kuten vähemmistöoikeuksia, mahdollisia lunnastusoikeuksia tai tehdä moitetta yhtiökokouksen päätöksestä. Näitä oikeuksia käyttää lopullisen omistajan puolesta hallintarekisteröinnin hoitaja.¹⁶⁷

Myöskään osakkaan tärkein hallinnointioikeus, eli oikeus osallistua yhtiökokoukseen, ei ole mahdollinen hallintarekisteröidyllä osakkeella. Pystyäkseen osallistumaan yhtiökokoukseen hallintarekisteröidyn osakkeen omistajan tulee OYL 4:2:n mukaan ilmoittautua merkittäväksi tilapäisesti osakasluetteloon yhtiökokousta varten. Oikeus osallistua yhtiökokoukseen on lähtökohtaisesti vain henkilöillä, jotka ovat merkittyinä yhtiön osakasluetteloon yhtiökokouksen täsmäytyspäivänä, joka on kahdeksan arkipäivää ennen yhtiökokousta. Rekisteröitymällä tilapäiseen osakasluetteloon omistaja julkistaa omistuksensa, eikä arvo-osuus hetkellisesti ole hallintarekisteröitynä.

Hallintarekisteröidyn osakkeen omistaja voidaan merkitä tilapäiseen osakasluetteloon, mikäli hänellä olisi osakkeiden perusteella ollut oikeus olla merkittyinä osakasluetteloon täsmäytyspäivänä. Sen sijaan suoran hallinnan järjestelmässä oikeus osallistua yhtiökokoukseen syntyy, kun henkilö omistaa osakasluettelossa yhtiön osakkeita täsmäytyspäivänä. Lisäksi osakkeenomistajan tulee niin vaadittaessa ilmoittautua yhtiölle yhtiökokoukseen osallistumista varten. Tilapäiseen osakasluetteloon merkittäessä hallintarekisteröidyn osakkeen omistajan katsotaan samalla ilmoittautuvan yhtiökokoukseen.

Ilmoitus tilapäiseen luetteloon merkitsemisestä tulee olla yhtiöllä ja arvopaperikeskuksella viimeistään yhtiön kokouskutsussa määrittämänä päivänä, jonka tulee olla täsmäytyspäivän ja yhtiökokouspäivän välissä. Omistuksissa täsmäytyspäivän jälkeen tapahtuneet muutokset eivät vaikuta yhtiökokoukseen osallistumisoikeuteen eivätkä äänimäärään yhtiökokouksessa. Täten hallintarekisteröityjen osakkeiden omistajille on pyritty takaamaan yhtäläinen mahdollisuus osallistua yhtiökokoukseen kuin suoran hallinnan kautta omistaville ja saattamaan voimaan Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2007/36/EY tarkoituksen suojella sijoittajia ja taata noteerattujen yhtiöiden osakkeenomistajien oikeuksien sujuva ja tehokas käyttö.¹⁶⁸

¹⁶⁷ Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2008, s. 394.

¹⁶⁸ HE 52/2009, s. 1,27.

Tämän hetkessä lainsäädännössä, jossa hallintarekisteröinti on mahdollista ainoastaan ulkomaalaiselle, yhtiökokoukseen osallistumiseen liittyvät ylimääräiset vaikeudet eivät ole olleet erityisen merkityksellisiä, sillä ulkomaiset sijoittajat eivät ole yleensä kovinkaan kiinnostuneita osallistumaan yhtiön hallintoon.¹⁶⁹ Kuitenkin esimerkiksi Nokia Oyj:n yhtiökokouksessa vuonna 2010 oli hallintarekisteröidyillä osakkeenomistajilla käytettävissään lähes 90 %:n osuus kokouksen äänistä.¹⁷⁰ Nokian kohdalla tulee kuitenkin muistaa, että se on ollut hyvin poikkeava yhtiö Helsingin pörssissä. Vaikka Nokia on edelleen Helsingin pörssin arvoltaan vaihdetuin osake, se tuotti vuoden 2007 lokakuussa jopa lähes 40 prosenttia pörssin markkina-arvosta¹⁷¹ ja 2000-luvun alun teknokuplan aikaan vielä huomattavasti enemmän. Mikäli hallintarekisteröintiä laajennettaisiin myös suomalaisiin sijoittajiin, yhtiökokoukseen osallistumisen määrä voisi kasvaa hallintarekisteröidyissä osakkeissa. Tällöin olisi tärkeää saada muodostettua sellainen yhtiöoikeudellinen sääntely, joka tarjoaisi täysin yhdenvertaisen vaikuttamismahdollisuuden niin suoran kuin epäsuorankin hallinnan järjestelmässä.¹⁷²

Moniportaisen hallinnan järjestelmässä osakkeenomistajalle on olennaista mahdollisuus käyttää asiamiestä yhtiökokouksessa. Muun muassa Nokian yhtiökokouksessa todella huomattava osa annetuista äänistä annetaan asiamiesten kautta. OYL 5:8:n mukaan yhdellä osakkeenomistajalla voi olla useita eri avustajia ja yksi avustaja voi edustaa puolestaan useaa osakkeenomistajaa. Tällainen tilanne voi syntyä esimerkiksi, jos sijoittajalla on omistuksia useilla eri arvopaperitileillä. Lisäksi on luonnollista, että sama henkilö voi edustaa säilyttäjän puolesta kaikkia asiakkaitaan, eikä yhtiökokoukseen tarvitse lähettää omaa edustajaa jokaiselle asiakkaalle. Useita asiamiehiä käytettäessä on ilmoitettava etukäteen, minkä osakkeiden perusteella kukin asiamies äänestää yhtiökokouksessa.

Työryhmän mietinnön mukaisessa ehdotuksessa suomalaisille osakkeenomistajille olisi taattu vastaava mahdollisuus valita suoran ja epäsuoran hallinnan väliltä kuin nykyisessä lainsäädännössä ulkomaisille osakkeenomistajille. Täten henkilöt, jotka haluavat päästä tehokkaasti ja helposti vaikuttamaan yhtiön hallintoon, olisivat voineet halutessaan pitäytyä suoran hallinnan järjestelmässä ja toimia yhtiökokouksessa sen mukaisesti. Lisäksi hallintarekisterissä osakkeitaan pitäville sijoittajille olisi pyritty takaamaan direktiivin 2007/36/EY mukaiset mahdollisuudet omistusoikeuksiensa tehokkaaseen käyttöön. Kuitenkin hallintarekisteröidyillä osakkeilla vaikuttamisessa on yhä jonkin verran vaikeuksia yhdenvertaisuuden suhteen, erityisesti äänestämisen ja eriävän mielipiteen jättä-

¹⁶⁹ Virtanen 2010, s.70.

¹⁷⁰ Sokala, Hannu: Näin Nokiaa hallitaan. Taloussanomien 2.10.2010.

¹⁷¹ Laskettu käyttäen arvoja Suomen pankilta ja Nokialta.

¹⁷² VM 12/2011, s.90.

misessä asiamiehen avulla yhtiökokouksessa. Hallintarekisteröityjen osakkeiden oikeuksien toteutumisen kannalta olisikin hyvä hyödyntää OYL 5:16:n antamaa mahdollisuutta osallistua sähköisesti yhtiökokoukseen.¹⁷³

4.1.4. Omaisuuden erillisuus ja erottuvuus ja niiden vaikutukset säilyttäjän maksukyvyttömyystilanteessa

Esineoikeudellisena lähtökohtana irtaimen esineen, kuten arvopaperin, kohdalla on oletettava, jonka mukaan sillä, jolla on irtaimen hallinta, on myös määräysvalta siihen.¹⁷⁴ Arvo-osuudet eivät kuitenkaan voi olla fyysisesti kenenkään hallussa. Tämän vuoksi hallinta omistuksen osoituksena korvataan järjestelmään tehtävillä kirjauksilla. Hallinta tai arvo-osuuksien tapauksessa kirjaus, tuottaa haltijalle tiettyjä oikeusvaikutuksia. Tällaisista oikeusvaikutuksista esineoikeudellisessa mielessä ovat merkityksellisiä erityisesti saanto- ja vaihdantasuoja.

Ongelmalliseksi tämän tekee moniportaisessa hallinnassa se, että arvo-osuuksien todellista omistajaa ei missään vaiheessa kirjata järjestelmään, jolloin omistusoikeus ei ilmene suoraan arvo-osuusjärjestelmästä. On myös huomattava, että monet arvopapereihin liittyvät oikeudet ovat liitännäisiä siihen, missä säilyttäjä tai säilyttäjien ketju säilyttää arvopapereita.¹⁷⁵ Tällöin on otettava huomioon myös muiden valtioiden esineoikeudellinen sääntely, sillä moniportaiseen hallintaan sovelletaan sen maan lakia, jossa tarkastelun kannalta merkityksellinen välittäjä pitää tiliä arvopapereista.¹⁷⁶ Täten moniportaisessa hallinnassa sijoittajien esineoikeudet voivat olla vähäisemmät kuin suorassa hallinnassa.

Esineoikeudessa on tyypillisesti katsottu, että mikäli esineet sekoittuvat siten, että ne menettävät yksilöitävyytensä, esineiden omistajien kesken muodostuu yhteisomistussuhde. Osuuksien suhteet määräytyvät tällöin yhdistettyjen esineiden arvojen suhteessa.¹⁷⁷ Koska arvo-osuuksista kirjataan arvo-osuusjärjestelmään ainoastaan niiden määrä, ne eivät ole yhteisomistustilillä ollessaan yksilöitävissä ja täten ne sekoittuvat. Tällöin muodostuisi AOTL 8 §:n mukainen yhteisomistustilanne. Lain mukaan tällöin tulisi tilinhaltijoiksi merkitä kaikki yhteisomistajat. Hallintarekisteröintitilanteessa tilinhaltijaksi merkittäisiin luonnollisesti hallintarekisteröinnin hoitaja. Tällainen tilanne vaatisi kuitenkin arvo-osuuksien säilyttäjältä todella huomattavaa laiminlyöntiä varojen erillään pidossa ja omassa kirjanpidossaan.

¹⁷³ Huhtamäki 2008, s.960.

¹⁷⁴ Kartio 2001, s. 144.

¹⁷⁵ VM 12/2011, s. 14.

¹⁷⁶ VM 14/2002, s.43.

¹⁷⁷ Kartio 2001, s. 218.

Konkurssilain (20.2.2004/120) 5:6:n mukaan velallisen hallussa oleva sivullisen omaisuus, joka voidaan erottaa velallisen omaisuudesta, ei kuulu konkurssipesään. Täten konkurssitilanteessa olennaista olisi se, ovatko yhteisomistustilillä olevat arvo-osuudet erotettavissa selvittäjän omaisuudesta. Mikäli sivullisen omaisuus ei ole selvästi erotettavissa, päätöksen tekeminen omaisuuden todellisesta omistajasta voi kestää huomattavan kauan. Lisäksi sivullisomistaja voi joutua ajamaan kannetta omaisuuden palauttamiseksi itselleen.¹⁷⁸

Arvopaperien säilyttäjällä on SipaL 9:1:n mukaan velvollisuus varmistaa asiakasvarojen luotettava käsittely ja säilyttäminen sekä velvoite pitää omat varansa erillään asiakasvaroista. Lisäksi säilyttäjän tulee pitää asiakkaitensa varat selkeästi erillisinä toisistaan. Varojen sekoittumattomuus on olennaista, jotta sijoittaja voi olla varma tekemiensä kauppojen pysyvyydestä ja pätevyydestä. Varojen sekoittumisen vaara kasvaa huomattavasti silloin, kun asiakkaiden varoja sijoitetaan samalle omaisuudenhoitotilille.

Fiva on antanut julkisen varoituksen tällaisesta sekoittumisesta Tapiola Pankki Oy:lle sekä Ålandsbanken Abp:lle. Tapiola Pankki oli Fivan päätöksen mukaan jatkuvasti kirjannut asiakkaiden arvo-osuuksia pankin omille arvo-osuustileille sen sijaan, että olisi kirjannut ne asiaankuuluvasti hallintarekisteröidyille tileille.¹⁷⁹ Tällöin kaupankäynti kyseisillä arvo-osuuksilla on tapahtunut oikeudellisesti pankin omina kauppoina eikä asiakkaan kauppoina. Myös Ålandsbankenin tapauksessa asiakkaan rahoitusinstrumentteja oli kirjattu säilyttäjän omille arvo-osuustileille. Finanssivalvonta myös huomautti siitä, että mahdollisessa insolvenssitilanteessa asiakasvarojen palauttaminen ja erottelu olisi saattanut viivästyä tämän asiakasvarojen säilytystä koskevan virheen vuoksi.¹⁸⁰

Suurtenkaan pankkien mahdollisuutta ajautua maksuvaikeuksiin ei enää talouskriisin, 90-luvun laman ja yhdysvaltalaisen Lehman Brothersin kaatumisen jälkeen voida pitää mitenkään mahdottomana ajatuksena. Hallintarekisteröintiä harkitsevan sijoittajan kannalta onkin todella tärkeää ottaa huomioon oikeudellinen riski omaisuuden sekoittumisesta, sillä tämä voi hidastaa huomattavasti varojen saamista takaisin säilyttäjän mahdollisessa konkurssitilanteessa, mikäli varojen erottelua ei ole hoidettu vaatimusten mukaisesti, tai pahimmassa tapauksessa jopa estää niiden takaisin saamisen kokonaan.

¹⁷⁸ Koulu yms 2009, s. 277.

¹⁷⁹ Fiva 6/02.04/2012, s. 5–6(12).

¹⁸⁰ Fiva 36/02.04/2012, s. 4(8).

4.1.5. Osinkojen ja omaisuustapahtumien toteuttaminen

Moniportaisen hallinnan käyttöönottoaminen tulisi vaikuttamaan tapaan, jolla erilaiset omaisuustapahtumat, kuten osakekaupat, toteutuvat. Koska moniportaisessa hallinnassa lopullisen omistajan ja arvopaperikeskuksen väliin muodostuu sopimusketju, omaisuustapahtumassa mukana olevien osapuolten määrä kasvaa. Lisäksi osinkojen maksaminen sijoittajille toteutuisi hallintarekisteröityjen tilien kautta mahdollisesti erilaisella tavalla.

Tuotot arvo-osuuksista, kuten osingot, maksetaan lähtökohtaisesti arvo-osuustilitietojen ja niihin perustuvan osaksluettelon perusteella.¹⁸¹ Koska osingon saamisessa on kyse AOJSL 8:1:n mukaisesta varojen nostamisesta, osingon saaminen on mahdollista merkkauttamatta itseään tilapäiseen osaksluetteloon. Osinko maksetaan osakkaille OYL 4:2:n mukaan täsmäytyspäivän mukaisen omistuksen perusteella. Täsmäytyspäivän on oltava vasta selvitysajan kuluttua siitä, kun liikkeeseenlaskijan toimitus on tehnyt päätöksen osingon maksamisesta. Selvitysaika on lähtökohtaisesti kolme päivää. Osinkojen maksupäivä voi olla aikaisintaan viides pankkipäivä täsmäytyspäivän jälkeen.¹⁸² Tämä mahdollistaa sen, että osinko-oikeus siirtyy ostajalle myös hallintarekisteröidyillä tileillä tehdyssä kaupassa vielä sinä päivänä, kun päätös osingonjaosta on tehty, mutta ei enää sen jälkeen.

Täsmäytyspäivän osaksluettelomerkintä tuo liikkeeseenlaskijalle maksusuojan. Yhtiö saa AOTL 29 §:n mukaan maksusuojan tehdystä suorituksesta täsmäytyspäivän osaksluettelon mukaan, paitsi jos liikkeeseenlaskija tiesi tai hänen olisi pitänyt tietää maksun menevän väärälle henkilölle. Vastaava maksusuoja syntyy myös arvopaperikeskukselle tai tilinhoitajalle, mikäli nämä hoitavat osinkojen maksun.¹⁸³

Osinkotapahtuman yhteydessä on osakkeen liikkeeseenlaskijan näkökulmasta kaksi tapahtumaa. Toisessa maksetaan osinko-osuus osakkeenomistajalle ja toisessa tilitetään siitä aiheutuva vero. Työryhmä ei ole muistiossaan antanut ehdotuksia verolakien muutoksiin, vaan on jättänyt tarvittavien verolakien muutosten pohtimisen valtionvarainministeriön vero-osaston käsiteltäväksi.¹⁸⁴ Täten onkin tärkeää pohtia, kuinka hallintarekisteröityjen osakkeiden osinkojen verotus toimisi lakiuudistuksen myötä.

¹⁸¹ Nykänen 2004, s.76.

¹⁸² Euroclear 2013, s.45–46,52.

¹⁸³ Nykänen 2004, s. 76–77.

¹⁸⁴ VM 033:00/2014, s. 12(13).

Tähän saakka hallintarekisteröityjen osakkeiden verotus on tapahtunut lähdeverotuksena lain rajoitetusti verovelvollisen tulon verottamisesta (11.8.1978/627) mukaan. Suomalaisten toimiessa hallintarekisteröityjen osakkeiden omistajina osingot olisivat verotettavia pääomatuloina, sillä suomalaiset ovat Suomessa asuessaan yleisesti verovelvollisia. Tuloista tulisi siis tuloverolain (30.12.1992/1535) mukaan verotettavaksi 85 prosenttia pääomatulona ja 15 prosenttia verovapaana tulona. Ennakkoperintälain (20.12.1996/1118) 11 §:n mukaan maksun suorittaja vähentää maksusta ennakkoperintäprosentin mukaisen määrän suorituksen yhteydessä. Tällä hetkellä ennakkoperintä julkisesti noteeratun yhtiön maksamasta osingosta on ennakkoperintäasetuksen (20.12.1996/1124) 15.3 §:n nojalla 25,5 prosenttia.

Tiedonsaanti osingon lopullisesta saajasta tulee olennaiseksi tällaisessa tilanteessa, jotta osingon ennakkoperintä osataan toimittaa oikean suuruisena ja osinko päättyy oikean suuruisena osakkeenomistajalle. Mikäli moniportaisen hallinnan yhteydessä päädyttäisiin vain tiettyinä päivinä kerättäviin omistajatietoihin olisi tarpeen, että ainakin yksi niistä päivistä, jolloin osakkeenomistajatiedot kerätään, olisi täsmäytyspäivä. Tällöin liikkeeseenlaskijan tulisi saada tietoonsa osingon oikea saaja ja osinkotapahtumat saataisiin tilitettyä oikein. Tästä saattaa aiheutua jonkin verran ylimääräistä vaivaa sijoittajalle, joten osinkotapahtumien toteuttamisessa suoran hallinnan järjestelmä lienee sijoittajan kannalta vaivattomampi ja helppokäyttöisempi vaihtoehto.

Osakkeiden kaupankäynnin suhteen hallintarekisterit ja yhteistilit eivät muuttaisi nykyisestä varsinaisen sijoittajan toimia kaupan yhteydessä. Hän antaisi edelleen vain tarjouksensa kaupan välittäjälle. Sen sijaan se, mitä sen jälkeen tapahtuu, muuttuisi jonkin verran. Moniportaisessa hallinnassa säilyttäjiä on kaupassa tyypillisesti mukana useita, kun tämänhetkisessä järjestelmässä kauppa etenee välittäjältä suoraan keskusvastapuolelle. Lisäksi moniportaisessa hallinnassa säilyttäjä voi vähentää selvitysten määrää nettouttamalla asiakastilejään ja raportoimalla ainoastaan lajikohtaiset osakkeiden nettomuutokset arvopaperikeskukselle. Tämä vähentäisi sijoittajalle aiheutuvia selvityskuluja.

4.2. Vaikutukset liikkeeseenlaskijalle

Liikkeeseenlaskijoiden tavoitteena listautumisen yhteydessä on usein luoda osakkeita tulevia yritys-järjestelyjä varten. Lisäksi listatuessa pyritään saamaan aikaiseksi markkinahinta yhtiölle. Olennainen tekijä on myös mahdollisimman edullisen oman pääoman ehtoisen rahoituksen saaminen.¹⁸⁵ Suomessa julkisen kaupankäynnin kohteena olevien yhtiöiden tulee liittyä arvo-osuusjärjestelmään. Täten moniportaisen hallinnan käyttöönottolla olisi taloudellisia vaikutuksia liikkeeseenlaskijoiden

¹⁸⁵ Brau – Fawcett, 2006, s. 108.

kannalta, sillä markkinoiden tehokkuus vaikuttaa suoraan niiden saaman pääoman kustannuksiin.¹⁸⁶ Oman pääoman hankkimisen kustannuksella voi olla vaikutuksia myös koko yhtiön pääomaraken- teen kannalta, sillä pääomarakenne pyritään rakentamaan mahdollisimman edullisen keskimääräisen pääoman kustannuksen avulla. Mitä matalampi pääoman kustannus on yritykselle, sitä helpompi sen on investoida uusiin kohteisiin ja täten kasvattaa oman pääoman tuottoaan¹⁸⁷ nettotulostaan pa- rantamalla.

Liljebloom esittää selvitysmiehen raportissaan, ettei liikkeeseenlaskijoille tulisi juurikaan suoria lisä- kustannusvaikutuksia moniportaisen hallinnan käyttöönotosta sen vuoksi, että kaikki mekanismit, joita moniportaisen hallinnan yhteydessä tarvittaisiin, ovat jo valmiiksi olemassa ulkomaisia sijoit- taja varten. Täten suora kustannusvaikutus olisi yhtiöille todella pieni.¹⁸⁸

Sen sijaan transaktiokustannusten lasku, jota on esitelty tässä tutkimuksessa jo aiemmin, vaikuttaisi suoraan yhtiöiden oman pääoman hankkimisen hintaan. Liljebloom arvioi pääomakustannusten las- kun sijoittuvan välille 0,19–0,3 prosenttiyksikköä. Vaikutus riippuisi olennaisesti siitä, paljonko selvityskustannukset laskisivat suomalaisilla sijoittajilla sekä siitä, kuinka suuri osuus yrityksen omasta pääomasta olisi kotimaista. Halvemmat pääomakustannukset vaikuttaisivat suoraan inves- tointien määrään ja sitä kautta myös koko valtion talouskasvuun. Yritysten varojen keräämisen te- hokkuushyöty tulisi siis lopulta myös koko yhteiskunnan hyödyksi. Paremmat mahdollisuudet varo- jen saamiseen markkinoilta voisivat myös kasvattaa yritysten listautumishalukkuutta, ja siten lisätä yritysten määrää julkisilla markkinoilla. Lisäksi yrityksen osakkeen parantunut likviditeetti lisää kiinnostusta osaketta kohtaan ja parantaa täten liikkeeseenlaskijan mahdollisuuksia pääoman han- kintaan.¹⁸⁹

Moniportainen hallinta voisi vaikuttaa myös yritysten tiedottamiskustannuksiin. Aiemmin on käyty läpi yrityksen tiedoksiantovelvollisuuksia osakkeenomistajilleen. Esimerkiksi yhtiökokouskutsu tu- lee lähettää kaikille osakkeenomistajille. Yhtiöille voisi tulla edullisemmaksi lähettää kutsut ainoas- taan hallintaketjun ensimmäiselle portaalle, josta tieto kulkeutuisi eteenpäin todellisille osakkeen- omistajille. Tällöin liikkeeseenlaskijan ei tarvitsisi nähdä yhtä paljon vaivaa selvittäessään kaikki osakkeenomistajansa tiedoksiantoja varten ja yrityksille voisi syntyä tästä pieniä säästöjä. Kuiten- kaan nykyisessä automatisoitujen järjestelmien yhteiskunnassa tämänkaltaiset säästöt eivät olisi ko- vinkaan huomattavia verrattuna vaikkapa tilanteeseen parikymmentä vuotta sitten, jolloin automaat-

¹⁸⁶ Liljebloom 2010, s. 65.

¹⁸⁷ ROE (return on equity) eli oman pääoman tuotto on yksi yleisimpiä yrityksen kannattavuuden mittareita. Laskenta- kaavoja on erilaisia, joista yksi on "(nettotulos/oma pääoma keskimäärin)*100. ks. Ikäheimo ym. 2011, s. 66.

¹⁸⁸ Liljebloom 2010, s. 66.

¹⁸⁹ Liljebloom 2010, s. 67–68.

tinen tietojenkäsittely ei ollut vielä kehittynyt siihen pisteeseen, että tiedoksiantojen lähettäminen olisi voitu hoitaa rekisteritietojen perusteella automaattisesti.

4.3. Vaikutukset viranomaisille

Arvo-osuuksien hallintarekisteröinti aiheuttaa verovalvonnan kannalta nykyisessä lainsäädännössä kolmentyyppisiä vaikeuksia. Suomessa yleisesti verovelvollisella on helppo mahdollisuus hankkia haltuunsa suomalaisia arvo-osuuksia käyttäen hyväkseen ulkomaista säilyttäjäpankkia. Tämän jälkeen henkilön on helppo jättää ilmoittamatta osuuksista saamansa luovutusvoitot. Koska omistaja jää tilanteessa täysin tuntemattomaksi, ei eri maiden viranomaisten välinen tietojenvaihtokaan paljasta tätä seikkaa. Toisena ongelmana on mahdollisuus näyttää totuudenvastaisesti saajan kotipaikaksi valtio, jonka kanssa Suomella on joko nollaverosopimus tai ainakin perittävän lähdeveron määrää laskeva sopimus. Kolmantena ongelmana hallintarekisteröinnin suhteen on sen tarjoama mahdollisuus muiden maiden kansalaisille käyttää hyväksi Suomen järjestelmää verojen pakoilemiseksi. Tämä on ongelma veroparatiisien globaalien vastustamisen kannalta.¹⁹⁰

Käytännössä hallintarekisteröinnin avulla tapahtuva omistustietojen piilottaminen verottajalta on jo nyt mahdollista ja tätä tapahtuukin jonkin verran. Sijoittajan on mahdollista joko käyttää ulkomaista välittäjää, joka ei jaa tietojaan Suomen viranomaisten kanssa tai esiintyä suoraan ulkomaalaisena, mikä vaatii erityisiä järjestelyjä jonkin tiukan pankkisalaisuuden maan kautta. Tällöin Verohallinto ei saa tietoa todellisista tuloista.¹⁹¹

Lähdeverolain 7 §:n mukaan osinkojen lähdevero on lähtökohtaisesti luonnollisella henkilöllä 30 prosenttia ja yhteisöllä 20 prosenttia. Lähdeverolain 10 b §:n mukaan hallintarekisteröidylle osakkeelle maksettavasta osingosta peritään kuitenkin vain 15 prosenttia veroa, mikäli osingon maksaja on varmistanut, että saajaan sovelletaan kaksinkertaisen verotuksen estävää verosopimusta, paitsi jos kyseinen verosopimus edellyttää korkeampaa prosenttia. Omaisuudenhoitajan edellytetään antavan tietyt tiedot osingonsaajasta. Lisäksi omaisuudenhoitajan kotipaikan tulee olla sellaisessa valtiossa, jonka kanssa Suomella on voimassa oleva kaksinkertaisen verotuksen välttämistä koskeva sopimus, ja omaisuudenhoitajan tulee olla rekisteröitynä Verohallinnon ylläpitämään ulkomaisten omaisuudenhoitajien rekisteriin.¹⁹² Lähdeverolain 3 §:ssä on myös lista tilanteista, jolloin osingosta ei makseta lainkaan lähdeveroa. Tällainen tilanne on muun muassa silloin, jos osinko maksetaan Euroopan talousalueella sijaitsevalle suomalaista yhteisöä vastaavalle yhteisölle ja osinko olisi vas-

¹⁹⁰ Hirvonen – Lith – Walden 2010, s. 230.

¹⁹¹ Hirvonen – Lith – Walden 2010, s. 223.

¹⁹² Rekisteri löytyy osoitteesta: http://www.vero.fi/fi-FI/Syventavat_veroohjeet/Kansainvaliset_tilanteet/Custodian_register__Ulkomaisten_omaisuud%2812076%29.

taavalle suomalaiselle yhteisölle verovapaata tuloa EVL 6 a §:n mukaan. Tämä tarkoittaa käytännössä sitä, että ETA-alueelle rekisteröityneillä yhtiöillä on mahdollisuus saada osingot lähdeverottomina, mikäli ne täyttävät EU-direktiivissä 2011/96/EU asetetun vaatimuksen intressiyhteydestä. Tämä seikka yhdistettynä hallintarekisteröinnin tosiasialliseen viranomaisjulkisuuden puutteeseen tarjoaa mahdollisuuden veronkiertoon.

Osinkoja Suomesta ulkomaille jakaa käytännössä vain 50 arvo-osuusjärjestelmän suurinta yhtiötä. Nämä yhtiöt ovat vuosina 2005–2008 jakaneet 95–99 % ulkomaille jaetuista osingoista. Lähdeverot seurattuna ajanjaksolla voi jakaa kolmeen luokkaan: 0 %, 15 % ja 28 %. Näistä seurannan aikana kasvoi erityisesti vailla lähdeveroa maksettujen osinkojen osuus. Huomionarvoista Verohallituksen tekemässä tutkimuksessa oli myös se, että vuonna 2005 osinkojen lähdeveromenettelyssä ei ollut toimittu lain mukaisesti. Loppusaajatietoa ei ole selvitetty kunnolla, mutta tästä huolimatta osinkoja on maksettu käyttäen alempia verokantoja. Tästä johtuen vuoden 2005 osalta on havaittavissa todella huomattavan suuria määriä osinkoja maksettuna maihin, joihin maksettujen osinkojen verokanta on ollut nolla. Tämä on seuraavina vuosina korjaantunut jossain määrin.¹⁹³ Muutos osoittaa melko selkeästi, että ennen vuotta 2006 vallinneessa tilanteessa osinkoja järjesteltiin, todennäköisesti lainvastaisesti, sellaisiin maihin, joissa niistä ei tarvitsisi maksaa lähdeveroa. Toisaalta Suomen tekemä lakimuutos asiaa koskien korjasi melko hyvin tilannetta. Tämä osoittaa, että myös Suomessa erityisesti menettelyjä koskeviin lakeihin tehdyillä muutoksilla voidaan vaikuttaa myös kansainvälisiin toimijoihin.

Osinkoverotusta on verosopimuksista johtuen mahdollista kiertää esimerkiksi tekemällä kaupat siten, että osake on osingon irtoamishetkellä sellaisen tahon hallussa, jolle osinko siirtyy verottomana. Kun arvo-osuudet ovat hallintarekisteröityinä, verottaja ei saa tietoa myöskään luovutusvoitoista, jos näitä ei erikseen ilmoiteta. Sinällään tällainen kauppa on täysin sallittua tehdä, mutta osinkotuotto tulisi tällöin kaupan kautta tehtynä verotettavaksi luovutusvoittoverotuksessa.

Verohallituksen tutkimuksessa huomattavan suuri osa osingoista maksettiin Isoon-Britanniaan. Saajatiedot ovat myös epäilyttäviä sikäli, että niiden mukaan käytännössä vain omaisuudenhoitajat sijoittaisivat Suomeen omaan lukuunsa. IMF¹⁹⁴:n sijoittajajakauma ja Verohallinnon tutkimuksen osinkojakauma eivät vastaa toisiaan kovinkaan hyvin. Tämä tarkoittaa käytännössä sitä, että joko omistukset on siirretty osingon irtoamisen ajaksi britannialaisten toimijoiden haltuun tai ilmoitusten saajatieto on virheellinen. Jo yksistään isobritannialaisten toimijoiden aiheuttama veromenetys

¹⁹³ Verohallinto 2010, s. 10, 17, 20.

¹⁹⁴ Kansainvälinen valuuttarahasto. Vuonna 1945 perustettu järjestö, jonka tarkoituksena on parantaa kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden yhteistyötä ja kaupan toimivuutta ja varmuutta. ks. <http://www.imf.org/external/>.

Suomelle on arviolta 200:n ja 500:n miljoonan euron välillä. Kokonaisuudessaan Suomesta ulkomaille maksettiin osinkoja tutkimuksessa seurattuina vuosina 3,5–4,5 miljardia euroa.¹⁹⁵ Täten hallintarekisteröityjen osakkeiden osingoissa tapahtuvat veromenetykset ovat valtion kannalta todella merkittäviä, sillä veromenetyksiä syntyy myös moniin muihin maihin maksettujen osinkojen kautta. Tämänkaltaiset järjestelyt saattaisivat yleistyä, mikäli moniportainen hallinta mahdollistettaisiin suomalaisille sijoittajille. Tällöin sijoittajien kansainväliset järjestelyt voisivat johtaa siihen, ettei veronkanto onnistu lain säännösten mukaisesti. Lähdeverottamisen kannalta olisikin olennaista saada verottajan tietoon nimenomaan todellinen edunsaaja.

Edellä kuvatus kaltaiset järjestelyt ovat kuitenkin ongelma, joka on jo olemassa nykyisessä järjestelmässä, eikä hallintarekisteröinnin salliminen myös suomalaisille sijoittajille luultavasti muuttaisi tilannetta kovinkaan huomattavasti. Ongelman korjaamiseksi olisi ensiarvoisen tärkeää saada hallintarekisteröinnit viranomaisjulkisiksi tosiasiallisten edunsaajien osalta. Kansainvälisistä liitynnöistä johtuen tähän pääseminen vaatisi kuitenkin huomattavan paljon yhteistyötä maailman valtioiden välillä. Vuoden 2009 G20-maiden tiedonvaihtosopimusten solmimisen jälkeen sijoitukset veroparatiisivaltioissa ovat liikkuneet voimakkaasti pois sellaisista maista kuin Sveitsi ja Luxemburg, jotka sitoutuivat kyseisiin tiedonvaihtoihin ja täten laskivat pankkialaisuutensa tasoa. Varat ovat pääasiassa siirtyneet muihin veroparatiisivaltioihin.¹⁹⁶ Todellisten edunsaajien tietoon saaminen vaatisikin maailmanlaajuisia yhteistyötä, sillä muuten veronvälttelijöillä on aina jokin paikka jonne siirtyä. Toki heidän toimiaan voidaan vaikeuttaa muutenkin. Gabriel Zucmanin ratkaisu asiaan olisikin globaali omistusrekisteri ja pankkienvälinen automaattinen tietojenvaihto. Lisäksi valtioiden tulisi painostaa sellaisia valtioita, jotka eivät suostu näihin järjestelyihin. Hän uskoo, että tällä tavoin veroparatiisien käyttö voitaisiin saada kuriin myös globaalilla tasolla.¹⁹⁷

Hallintarekisteröinnin avulla tehtävästä veronkierrosta jää normaalissa verotarkastustoiminnassa huomattavan harvoin kiinni, jos hallintaketju on tehty riittävän pitkäksi ja monimutkaiseksi. Käytännössä nykyisessä järjestelmässä tapaukset ovat paljastuneet johonkin muuhun asiaan liittyvässä tutkinnassa kotietsintöjen tai pankkitiedusteluiden myötä. Lähes kaikki kiinnijääneet tapaukset ovat olleet tavallisten sijoittajien tai talousrikollisten tekemiä. Sen sijaan suuressa mittakaavassa toimivia sijoitusalan asiantuntijoita ei ole jäänyt kiinni hallintarekisteröinnin käyttämisestä veronkiertoon. Viranomaisilla ei ole kuitenkaan varmuutta, johtuuko tämä siitä, ettei kyseistä toimintaa harjoiteta

¹⁹⁵ Verohallinto 2010, s. 18, 32–33, 42.

¹⁹⁶ Zucman 2014, s. 10.

¹⁹⁷ Zucman 2014, s. 11.

suurella mittakaavalla vai siitä, että alan ammattilaiset osaavat hoitaa asiansa siten, etteivät ne jää toimistaan kiinni.¹⁹⁸

Tämänkaltaisen veronkiertämistoiminnan on vaikea uskoa kasvavan erityisen paljon hallintarekisteröinnin sallimisen myötä, sillä se on jo nyt mahdollista sellaisille toimijoille, jotka ovat valmiita rikkomaan lakia sijoitustoiminnassaan. Vaikka itse hallintarekisteröiminen olisikin sallittua näille henkilöille, heidän toimintansa tarkoituksena olisi edelleen verojen kiertäminen. Siten olisikin mielestäni hyvin epätodennäköistä, että tällaiset henkilöt alkaisivat lakimuutoksen jälkeen toimia suoraan Suomesta käsin, sillä tällöin kiinnijäämisen riski olisi huomattavasti nykyistä korkeampi.

¹⁹⁸ Hirvonen – Lith – Walden 2010, s. 234–235.

5 OSAKEOMISTUKSEN SALAAMINEN

Hallintarekisteriuudistuksessa suurimmaksi ongelmaksi näytti nousevan moniportaisen hallinnan vaikutus eri osapuolten tiedonsaantiin. Tästä syystä päätin tarkastella joitain vaihtoehtoisia tapoja, joilla suomalainen sijoittaja voi jo nykyisen lain mukaan salata osakepohjaisen omistuksensa julkisuudelta. Kaikissa näissä tavoissa ei kuitenkaan ole kysymys osakkeiden omistamisesta sanan varsinaisessa merkityksessä, sillä sijoittajalla ei välttämättä ole oikeutta osallistua yhtiön päätöksentekoon. Sijoitusten tuotto riippuu kuitenkin vastaavalla tavalla osakkeiden menestyksestä. Omistusten julkisuuden perusteleminen yhteiskunnallisella vallankäytöllä ja median kiinnostuksella on sikäli ongelmallista, että omistusten yleisöjulkisuus koskee ainoastaan osakeomistuksia. Täten julkisuuden ulkopuolelle jäävät esimerkiksi johdannaiset, sijoitusrahastot, kapitalisaatiosopimukset ja vieraan pääoman ehtoiset instrumentit.¹⁹⁹ Näiden avulla sijoittaja voi halutessaan toimia yleisöjulkisuuden kannalta anonyymisti.

Tosiasiallinen omistajuus voi jäädä osakkeiden omistuksen julkisuudesta huolimatta salaiseksi, mikäli sijoittajan omistus ja vaikutusvalta eivät perustu pelkästään osakkeisiin. Tällaisiin tilanteisiin soveltuu lähtökohtaisesti liputusvelvollisuus. Direktiivin 2004/109/EC artiklassa 10 luetellaan jonkin verran erilaisia tilanteita, joissa osakkeenomistus ei ole suoraa eikä siten ilmene rekistereistä, mutta mahdollisuus vallankäyttöön yhtiössä on huomattava. Tällainen tilanne syntyy muun muassa, jos sijoittajalla on sopimuksella mahdollisuus vaikuttaa toisen sijoittajan äänestyspäätöksiin tai äänioikeutta pitää hallussaan kolmas osapuoli omissa nimissään, mutta kuitenkin kyseisen sijoittajan lukuun. Vastaava sääntely löytyy AML 9:6:stä.

Markkinat myös kehittävät rahoitusvälineitä jatkuvasti, ja käy usein niin, ettei asiaa koskeva lainsäädäntö pysy täysin kehityksessä mukana. Direktiivin 2013/50/EU johtolauseen kohdassa 9 todetaan, että vuoden 2004 direktiivin jälkeinen rahoitusmarkkinoiden kehitys oli tuottanut uusia instrumentteja, joilla voitiin välttää liputusvelvollisuutta hankkia salassa osakkeita. Tästä syystä direktiivin uudistuksessa pyrittiin listaamaan kaikki sellaiset senhetkiset instrumentit, joilla oli osakkeenomistusta tai osakkeiden hankkimisoikeutta vastaava taloudellinen vaikutus. Kyseessä on jatkuva kilpajuoksu markkinoiden ja lainsäätäjän välillä.

5.1. Ulkomaisen oikeushenkilön käyttäminen

Nykyisessäkin järjestelmässä on hallintarekisteröinti jonkin verran käytössä myös suomalaisilla omistajilla. Tämä tilanne on mahdollinen silloin, kun suomalainen luonnollinen henkilö tai oikeus-

¹⁹⁹ Hirvonen – Määttä 2015, s. 158.

henkilö on perustanut ulkomaille tytär- tai sijoitusyhtiön sijoittamistoimintaansa varten. Yhtiöiden perustaminen ulkomaille onkin ollut perinteisesti yksi tärkeimmistä kansainvälisen verosuunnittelun keinoista ja se on täysin mahdollista toimintaa lain rajoissa.²⁰⁰ On kuitenkin olennaista erottaa yhtiön perustaminen ulkomaille ja sen kautta sijoittaminen ulkomaalaisena esiintymisestä ja siten suomalaisiin arvo-osuuksiin sijoittamisesta, joka tapahtuu jostain tiukan pankkisalaisuuden maasta käsin. Jälkimmäinen toiminta on yksiselitteisesti laitonta.²⁰¹

AOJSL 8:1:ää onkin tulkittu siten, että osuuksien lopullisena omistajana säilytysketjun jälkeen ei saa olla suomalainen luonnollinen tai juridinen henkilö. Jos ketjun lopusta sen sijaan löytyy omistajana ulkomainen oikeushenkilö, voi tämän kyseisen oikeushenkilön koko osakekannan omistaa suomalainen henkilö. Olennaista on siis välitysketjun pää. Mikäli asiaa tulkittaisiin toisin, voisi kyseeseen tulla todella mielenkiintoisia ketjuja, sillä useissa ulkomaisissa suuryrityksissä on omistajina suomalaisia henkilöitä, jotka saavat oman osuutensa näiden yritysten sijoitustuotoista. Näkemykseni mukaan olisikin täysin mahdotonta nähdä nämä yrityksen omistajat lopullisina edunsaajina, sillä heillä ei ole suoraa oikeutta varoihin tai päätöksiin niiden käytöstä.

Toisaalta laki ulkomaisten väliyhteisöjen osakkaiden verotuksesta (väliyhteisölaki, 16.12.1994/1217) mahdollistaa ulkomaisen väliyhteisön ohittamisen verotuksessa. Lain 1 §:n mukaan osuus ulkomaisen väliyhteisön tulosta on Suomessa yleisesti verovelvollisen veronalaista tuloa. Väliyhteisönä pidetään väliyhteisölain 2 §:n mukaan sellaista yhteisöä, joka on Suomessa yleisesti verovelvollisen määräysvallassa ja jonka tuloveron taso on alle kolme viidesosaa Suomen tuloverotuksen tasosta. Määräysvaltana laissa pidetään vähintään 50 prosentin osuutta yhteisön pääomasta tai osakkeiden tuottamasta äänivallasta. Määrä voi koostua useamman Suomessa yleisesti verovelvollisen omistuksista ja omistus voi olla joko välitöntä tai välillistä. Toisaalta laissa on useita poikkeuksia, milloin yhtiötä ei pidetä väliyhteisönä. Tärkeimpänä moniportaisen hallinnan käytön kannalta 2 a §:n mukainen tilanne, jossa ulkomaisen yhteisön kotipaikka on Euroopan talousalueella ja kyseisen valtion kanssa on sopimus verotustietojen vaihdosta. Pykälä säädettiin EU-tuomioistuimen päätöksen C-196/04 Cadbury Schweppes jälkeen. Tapauksessa todettiin sijoittautumisvapauden vastaiseksi yhtiön toiseen EU-valtioon sijoittautumisen estäminen väliyhteisölain säädännön avulla. Jotta väliyhteisöainsäädäntö ei koskisi EU-alueella sijaitsevia yhtiöitä, tulee niiden toiminnan täyttää aidon ja tosiasiallisen taloudellisen toiminnan tunnusmerkit.²⁰²

²⁰⁰ Hirvonen – Lith – Walden 2010, s. 232.

²⁰¹ Hirvonen – Lith – Walden 2010, s. 223.

²⁰² Knuutinen 2012, s. 284.

Väliyhteisölainsäädäntöä on tarvittu, sillä veronkierron yleissäännöksen ei ole katsottu riittävän kansainvälisen veronkierron torjuntaan. Ulkomaisia yhteisöjä on pyritty käyttämään hyväksi perustamalla niitä erityisesti sellaisiin valtioihin, joissa tuloverotus on todella matala tai sitä ei ole lainkaan kansainvälisen pääomakilpailun johdosta. Tällaisissa maissa on usein myös todella vahva sijoittajan anonymiteetti. Sijoittajien tietoja suojellaan huomattavasti vahvemmin ja ne ovat vielä huomattavasti vaikeammin saatavissa myös viranomaiselle kuin ehdotetuissa moniportaisen hallinnan järjestelmissä olisi ollut Suomessa. Väliyhteisöjä on perinteisesti käytetty paljon juuri arvopapereiden hallintaan. Väliyhteisölainsäädännön etuna Suomen valtion kannalta on se, että mikäli lain ehdot täyttyvät, verotus tapahtuu Suomessa riippumatta järjestelyn tarkoituksesta. Järjestelyn ei siis ole välttämätöntä olla suunniteltu vain verojen välttämistä varten.²⁰³

Väliyhteisölaki mahdollistaa ulkomaisen yhteisön hallintarekisteröidyille osakkeille maksetun osingon ja luovutusvoiton verottamisen suomalaisen osakkaan tulona riippumatta siitä, maksaako yhteisö osakkailleen osinkoa. Kyseessä on puhtaasti vero-oikeudellinen lainsäädäntö, joten laki ei mahdollista suomalaisen osakkaan rinnastamista kauppaoikeudellisessa mielessä väliyhteisöön, ja siten hallintarekisteröintikielto ei nähdäkseen ulottuisi näihinkään yhtiöihin. Väliyhteisölainsäädäntö liittyy kuitenkin olennaisesti moniportaisen hallinnan ketjuihin, sillä niissä tulos halutaan usein näyttää sellaisessa maassa, jossa olisi mahdollisimman matala verotus. Toisaalta pitkä moniportaisen hallinnan ketju saattaa tehdä väliyhteisölainsäädännön soveltamisen käytännössä mahdottomaksi, jos suomalainen omistus hukkuu pitkään omistusketjuun. Tällöin veroviranomaisella ei ole tietoa suomalaisen henkilön omistuksesta kyseisessä maassa.

Moniportaisen hallinnan ja hallintarekisteröinnin salliminen suomalaisille voisi tuoda lailliset holdingrytykset Suomeen. Tällöin olisi mahdollista, että sijoittajat käyttäisivät suomalaisia välittäjiä asioidenhoidossa. Tehokkaat markkinat houkuttelevat yrityksiä ja sijoittajia toimimaan Suomessa, ja niiden Suomessa toimiminen taas puolestaan helpottaisi viranomaisten valvontatehtävien hoitamista, sillä kansainvälinen aspekti lisää aina valvontatehtävien haastavuutta. Kilpailun avaamatta jättäminen voisi johtaa siihen, että suomalaiset sijoittajat käyttäisivät yhä enemmän ulkomaisia välittäjiä ja sijoittaisivat enemmän ulkomaisiin osakkeisiin.²⁰⁴

5.2. Sijoitusrahastot

Sijoitusrahastotoimintaa sääntelee sijoitusrahastolaki (SRL, 29.1.1999/48). Sijoitusrahastoissa sijoittajat antavat yhtiölle varoja niiden sijoittamiseksi arvopapereihin. Sijoitusrahastot voivat olla

²⁰³ Knuutinen 2012, s. 279–280, 287.

²⁰⁴ KKV 2.11.2015, s. 2.

osake-, korko-, ja yhdistelmärahastoja sijoituskohteiden mukaan. Näistä olennaisimpana omien oman pääoman ehtoisten intressien piilottamisen suhteen ovat osakerahastot. Sijoitusrahasto ei ole oma oikeushenkilönsä, vaan ennemminkin yhteisomistusta, jota hallinnoi sijoitusrahastoyhtiö. Sijoitusrahastossa sijoittaja omistaa tietyn osuuden kaikista rahaston omistuksista eli omistus on määräosaista. Osuuksia ei siis tarvitse omistaa kokonaan, vaan osuudesta voi omistaa myös murto-osan.²⁰⁵

Rahastosijoittaminen on lisääntynyt huomattavasti viimeisen vuosikymmenen aikana. Vuoden 2006 alussa Suomessa oli 443 sijoitusrahastoa, joiden pääoma oli 47 782 200 000 euroa.²⁰⁶ Vuoden 2016 tammikuussa taas rahastojen määrä oli 461, mutta niiden pääoma oli jo 94 449 410 000 euroa.²⁰⁷ Täten rahastosijoittamisen määrän kasvu on ollut suurta ottaen huomioon ajanjakson, jolle tämä kasvu on sijoittunut.

Rahasto-osuuksista tulee SRL 53 §:n mukaan pitää rahasto-osuusrekisteriä. Rahasto-osuusrekisteriin merkitään osuuden omistajan nimi ja osoite, omistettujen osuuksien määrä, erilajisten ja -sarjaisten osuuksien erittely, osuuden rekisteröintipäivä sekä rahasto-osuusmerkinnän järjestysnumero. Rahasto-osuusrekisteri on viranomaisjulkinen ja rahasto-osuudenomistajien kokouksen ajan asianosaisjulkinen, muttei yleisöjulkinen. Rekisteristä on 53.3 §:n mukaan annettava tietoja syyttäjä- ja esitutkintaviranomaiselle sekä muille viranomaisille, joilla lain mukaan on oikeus saada sellaisia tietoja.

Sijoitusrahastojen osuudenomistajat merkitään rekisteriin omilla nimillään eli hallintarekisteröinti ei ole rahastoissa lähtökohtaisesti mahdollista. Rahasto-osuudet voidaan kuitenkin SRL 58 §:n mukaan liittää arvo-osuusjärjestelmään. Tällöin osuudet on mahdollista hallintarekisteröidä SRL 63 §:n mukaan. Hallintarekisteröidyistä osuuksista merkitään osuusrekisteriin samat tiedot rahasto-osuuden hoitajasta kuin muuten merkittäisiin osuuden omistajasta. Myös rahasto-osuuden hallintarekisteröintiä koskee AOJSL 8:1, jonka mukaan suomalaisen omistamia osuuksia ei voida hallintarekisteröidä.

Sijoitusrahastoja koskevilla julkisuussäännöksillä on se käytännön vaikutus, että tiedot rahasto-omistuksista eivät päädy suoran yleisöjulkisuuden kautta esimerkiksi median tietoon. Tällöin sijoitusrahasto-osuuksien avulla on mahdollista saada omistustensa suuruutta piilotettua kolmansilta, muttei kuitenkaan viranomaisilta. Myös kolmansilla on mahdollisuus saada tietää rahasto-omistusten suuruus hankkimalla itse rahasto-osuuksia omistajakokouksen ajaksi. Omistusten piilot-

²⁰⁵ Nykänen 2004, s. 49–52.

²⁰⁶ Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry 2006, s. 25.

²⁰⁷ Suomen sijoitustutkimus 2016, s. 32.

taminen kolmansilta voisi olla tarpeellista lähinnä julkisuuden henkilöillä, jotka eivät toivoisi sijoitusomaisuutensa suuruuden tulevan yleiseen tietoon. Sijoitusrahastojen kasvuosuudet, joissa saadut osingot sijoitetaan takaisin rahastoon²⁰⁸, eivät myöskään näy julkisissa verotiedoissa, ennen kuin niitä päädytään myymään. Sijoitusrahastot eivät kuitenkaan ole yhteiskunnan kannalta kovinkaan ongelmallisia viranomaisjulkisen luonteensa vuoksi. Niiden avulla ei käytännössä ole mahdollista toimia niin sanotulla harmaalla alueella tai pitää salassa esimerkiksi omia sisäpiiri-intressejä. Lisäksi sijoitusrahastoista säännellään muun muassa kuinka varat tulee hajauttaa ja mihin kohteisiin sijoittaminen on mahdollista. Myös Finanssivalvonnan valvontatyö laskee väärinkäytösriskejä sijoitusrahastojen kanssa.

5.3. Kapitalisaatiosopimukset

Lain vakuutusluokista (18.7.2008/526) 18 §:ssä määritellään kapitalisaatiosopimustoiminta seuraavasti: *"Kapitalisaatiosopimustoiminta käsittää vakuutusteknisiin laskelmiin perustuvat kertyneen pääoman takaisinmaksua tarkoittavat sopimukset, joilla vakuutusyhtiö ottaa vastuulleen tietyn ajan kestäviä ja tietyn määräisiä sitoumuksia sovittua kertamaksua tai etukäteen sovittuja jatkuvia maksuja vastaan."* Kapitalisaatiosopimuksessa asiakas sijoittaa tietyn summan joko kerralla tai toistuvina etukäteen sovittuina maksuina. Sijoitusten arvonkehitys perustuu sopimuksessa valittujen sijoituskohteiden arvoon. Sijoitukseen sisältyy myös riski koko sijoitetun pääoman menettämisestä. Sopimuksen sijoituskohteet ovat juridisesti pankin omaisuutta, jolloin sijoituskohteiden arvonmuutos vaikuttaa sopimukseen ainoastaan laskennallisesti. Sijoittajalla ei ole esimerkiksi suoraa oikeutta maksettaviin osinkoihin, vaan ne maksetaan ensin pankille tai vakuutusyhtiölle, joka hyvittää niille sopimuksen mukaisesti kapitalisaatiosopimuksen pääomaa.²⁰⁹ Kapitalisaatiosopimus eroaa muista vakuutusopimuksista myös siinä, ettei sopimuksen perusteella varsinaisesti vakuuteta ketään. Tämän lisäksi kapitalisaatiosopimuksessa ei ole varsinaista vakuutustapahtumaa, joka päättäisi sopimuksen, joten sopimus on aina määräaikainen.²¹⁰ Koska vakuutuksenottaja ei hanki itselleen osakkeita, hän ei myöskään voi käyttää mitään osakasoikeuksia, kuten osallistua yhtiökokoukseen.

Kapitalisaatiosopimuksia on Suomessa kaupattu vuodesta 1995 lähtien. Aluksi kyseisiä sopimuksia myytiin ainoastaan yhteisöille, mistä johtuen niiden myyntimäärät eivät olleet erityisen suuria. Kapitalisaatiosopimuksia on kuitenkin viime vuosina alettu markkinoida myös yksityisille henkilöille, mikä on lisännyt niiden määrää huomattavasti ja kasvattanut eri tahojen mielenkiintoa niitä koh-

²⁰⁸ Nykänen 2004, s. 52.

²⁰⁹ Ossa. 2014, s. 309.

²¹⁰

taan.²¹¹ Kapitalisaatiosopimusten määrä kasvoi 62 prosenttia vuonna 2010 ja 109 prosenttia vuonna 2014 edellisistä vuosista. Lisäksi sopimusten maksutulo vakuutusyhtiöille kasvoi vuonna 130 prosenttia vuonna 2010 ja 14 prosenttia vuonna 2014 edellisistä vuosista. Kasvu on ollut samankaltaista jo ainakin vuodesta 2008 lähtien.²¹² ²¹³ Kapitalisaatiosopimusten suosiossa on nähtävissä huima kasvu viimeisen kymmenen vuoden aikana. Suuri merkitys kasvuun on sillä, että aluksi sopimuksia markkinoitiin Suomessa lähinnä yhteisöille, mutta niistä on nyt tullut myös yksityishenkilöille tarjottava vaihtoehto. Lisäksi pankeilla ja vakuutusyhtiöillä on suuri intressi myydä kyseisiä sopimuksia, sillä ne saavat niistä tällä hetkellä selkeästi parempaa tuottoa kuin asiakkaan suorista osakesijoituksista.

Kapitalisaatiosopimuksen vakuutusluonteesta on esitetty myös eriäviä mielipiteitä, erityisesti tilanteessa, jossa vakuutuksenottaja tekee itse sopimusta koskevat sijoituspäätökset. Kapitalisaatiosopimusten kautta nykyisellään tapahtuvaa veronkiertoa ei ole pystytty luotettavasti arvioimaan, mutta summan otaksutaan olevan merkittävä.²¹⁴ Kapitalisaatiosopimuksia käytetään kuitenkin paljon täysin lailliseen sijoitustoimintaan ja sen verosuunnitteluun, ja on väärin tuomita henkilö veronkiertäjäksi vain hänen valitsemansa sijoitusinstrumentin perusteella.

Kapitalisaatiosopimuksella voi siis piilottaa tiedon siitä, että on hyötynyt jonkin arvopaperin arvonnoususta. Koska sopimuksen solminut osapuoli ei suoraan omista kyseisiä arvopapereita, hänen liityntänsä näihin arvopapereihin ei käy ilmi mistään rekistereistä, vaan ainoa asiakirja, josta hyötyminen käy ilmi, on pankin tai vakuutusyhtiön kanssa solmittu sopimus. Sopimuksien sisältö taas ei luonnollisesti ole julkista tietoa. Täten esimerkiksi poliitikoille, sisäpiirin jäsenille tai muille vaikutusvaltaisessa asemassa oleville henkilöille voi olla mahdollista käyttää hyödyksi tietoa tulevista muutoksista ja saada tuottoa omien päätöksensä perusteella ilman, että kolmannet saisivat tietää näistä omistukseen sidonnaisista tuloista.

Perustuslain (11.6.1999/731) 63 §:n mukaan ministereillä on velvoite ilmoittaa sellaisista sidonnaisuuksistaan, omistuksistaan yrityksissä ja muusta merkittävästä varallisuudestaan, joka voisi vaikuttaa heidän toimintaansa ministerinä. Esimerkiksi Juha Sipilällä on ilmoitettuna merkittävä rahoitusomaisuus sijoitettuna sekä säästöhenkivakuutuksiin että Nordea Capital Private tuottokoriin, joka on kapitalisaatiosopimus.²¹⁵ Tässä tapauksessa on mielestäni varsin perusteltua kysyä, riittääkö ministerin sidonnaisuuksista ilmoittamiseksi vain se, että hänellä on hallussaan kyseinen sopimus vai tu-

²¹¹ Verohallinto: Kapitalisaatiosopimuksen verotus.

²¹² FK Vakuutusyhtiöt Suomessa 2010.

²¹³ FK Vakuutusyhtiöt Suomessa 2014.

²¹⁴ Hirvonen – Lith – Walden 2010, s. 229.

²¹⁵ VN 1/2015, s. 2.

lisiko ilmoittaa myös se, mihin asioihin kyseisen sopimuksen arvonmuodostus on sidottu. Mikäli ministeri omistaisi suoraan osakkeita, pidettäisiin selvänä, että hänen tulisi ilmoittaa kyseiset omistukset tässä ilmoituksessa. Jos arvonmuodostus on sidottu vahvasti esimerkiksi joihinkin valtion omistajaohjaamiin yhtiöihin, se olisi mielestäni selkeästi sellainen asia, jolla voisi olla huomattavaa merkitystä henkilön toimimiseen ministerin tehtävissä, sillä hän voi suoraan omilla päätöksillään ja ratkaisuillaan olla vaikuttamassa arvonmuodostukseen. Lisäksi muiden markkinatoimijoiden kannalta olisi olennaista tietää, että tällaisessa asemassa olevan henkilön tuleva tulonmuodostus on riippuvainen jostain markkinoilla liikkeeseenlasketusta tuotteesta.

NASDAQ OMX Helsingin sisäpiiriohjeen mukaan sisäpiiriläisen ilmoitettavalla arvopaperilla tarkoitetaan *"pörssiyhtiön liikkeeseenlaskemia kaupankäynnin kohteena Pörssissä olevia osakkeita ja osakkeeseen osakeyhtiölain mukaan oikeuttavia arvopapereita sekä muita arvopapereita, jotka oikeuttavat tällaisiin osakkeisiin tai joiden arvo määräytyy tällaisten arvopaperien perusteella (esimerkiksi vaihtovelkakirjalainat, optio-oikeudet, optiolainat, optiotodistukset, merkintäoikeudet, talletustodistukset ja warrantit). Arvopapereita koskevia määräyksiä sovelletaan myös johdannaisso- pimuksiin, joiden arvo määräytyy edellä mainittujen arvopaperien perusteella."*²¹⁶ Täten myös kapitalisaatiosopimukset johdannaisina kuuluvat sisäpiiri-ilmoitusvelvollisuuden piiriin.

Varsinainen ilmoitusvelvollisuuden valvominen on tässäkin tapauksessa todella haastavaa, sillä sijoituskohteet jäävät sijoittajan ja vakuutusyhtiön väliseksi tiedoksi. Poliittiseen henkilöön verrattuna sisäpiiriläisen tilanne eroaa siinä, että ilmoittamatta jättämisestä voidaan AML 15:2:n mukaan määrätä seuraamusmaksu. Lisäksi sisäpiiritiedon väärinkäyttö markkinoilla on säädetty rikoslaissa (19.12.1889/39) rangaistavaksi. Aiemmin myös sisäpiiri-ilmoituksen tekemättä jättäminen oli rangaistavaa arvopaperimarkkinarikkomuksena, mutta tästä säännöksestä luovuttiin arvopaperimarkkinalain muutoksessa 2005.²¹⁷ Tärkeimpänä erona henkilöluokkien välillä näkisin sen, ettei poliittisen henkilön tietojen ilmoittamatta jättämisestä näyttäisi olevan minkäänlaista seuraamusta, kun taas sisäpiiriläisen kohdalla jo pelkkä ilmoittamatta jättäminen voi aiheuttaa seuraamusmaksun. Itse arvopaperimarkkinarikossääntely sinänsä mahdollisessa väärinkäyttötilanteessa koskisi toki molempia.

²¹⁶ NASDAQ 1.7.2013, s. 4(30).

²¹⁷ Häyrynen 2006, s. 97.

6 JOHTOPÄÄTÖKSET

Finanssikriisin jälkeen tehty arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistus on suhteellisen tuore, se tuli voimaan 1.1.2013. Tämän vuoksi nykyisessä järjestelmässä ei itsessään ole erityisen suurta muutospainetta. EU:n arvopaperikeskusasetus aiheuttaa jonkin verran muutoksia arvo-osuusjärjestelmässä.

Tässä tutkimuksessa tarkastellaan alussa esitetyn tutkimusongelman mukaisesti, millaisia julkisuusvaikutuksia ja taloudellisia vaikutuksia arvopapereiden moniportaisen hallintajärjestelmän käyttöönotolla Suomessa olisi. Lisäksi tutkimuksessa esitellään suoran ja moniportaisen hallinnan järjestelmiä ja tarkastellaan nykyisen lainsäädännön tarjoamia mahdollisuuksia sijoittaa oman pääoman ehtoisesti vailla osakeomistusten julkisuusvaikutusta.

Olenneisimpana erona suoran hallinnan ja moniportaisen hallinnan välillä on moniportaisessa hallinnassa käytössä oleva, joskus todella pitkäkin, hallintaketju. Tämä hallintaketju aiheuttaa myös suurimman osan ongelmista, joita moniportaisessa hallintajärjestelmässä voi nähdä. Pitkässä hallintaketjussa omistustiedon seuraaminen ketjun päähän voi olla huomattavan hankalaa jo yhden valtion sisällä, mutta muuttuu käytännössä mahdottomaksi siinä vaiheessa, kun hallintaketjusta tulee kansainvälinen. Erityisiä ongelmia syntyy valtioiden eroavista lainsäädännöistä koskien sekä aineellista lainsäädäntöä että lainvalintasäännöksiä. Tähän mennessä kansainväliset hankkeet ovat pyrkineet parantamaan pääasiassa lainvalintasäännösten oikeusvarmuutta, koska erot aineellisessa lainsäädännössä ovat maiden välillä valtavia, osin historiallisista ja oikeusjärjestelmien eroista johtuvista syistä.

Uusimmassa hallituksen esityksessä on päädytty käyttämään arvopaperikeskusasetuksen 38 artiklan mukaista poikkeusta. Poikkeuksen pitävyys on herättänyt jonkin verran keskustelua, mutta näkemykseni mukaan on melko selkeää, että Suomella on arvopaperikeskusasetuksesta huolimatta mahdollisuus säilyttää suoran hallinnan pakko ainakin tilanteissa, joissa ei ole kansainvälistä liityntää. Näkemykseeni vaikuttaa erityisesti se, että asetuksessa on erikseen maininta, jonka mukaan asetuksella ei ole tarkoitus vaikuttaa käytettävään arvo-osuuksien hallintajärjestelmään. Lisäksi arvopaperikeskusten keskusjärjestö on tulkinnut asian samalla tavoin. Asetusta tarkemmin tutkittuani minusta tuntuu jopa melko oudolta, että moniportaista hallintaa on pyritty tuomaan käyttöön vetoamalla asetuksen luomaan pakkoon. Asetuksessa on suora maininta siitä, ettei se velvoita tiettyyn hallintajärjestelmään, jonka lisäksi siihen on vielä varmuuden vuoksi kirjattu 38 artiklan poikkeus mahdollisia epäselvyyksiä varten.

Tosiasiallisen edunsaajan tunnistamisen tarpeellisuuteen on herätty kansainvälisesti kunnolla vasta viimeisimmän finanssikriisin jälkeen. Erilaiset sijoitusinstrumentit ja epätietoisuus niiden omistajista olivat tärkeä tekijä kriisin muodostumisessa. Kun pankit eivät tieneet, millä muilla pankeilla oli roskalainoja taseessaan, pankkien välinen lainananto loppui ja markkinat tyrehtyivät. Tärkeä syy siihen, ettei pankeilla ollut kyseistä tietoa, oli arvopapereiden moniportainen hallinta. Finanssikriisi on varmasti suurin yksittäinen syy siihen, että esimerkiksi G20-maita on alkanut kiinnostaa entistä vahvemmin arvopaperimarkkinoiden avoimuuden lisääminen.

Suomessa avoimuuskeskustelu on koskenut vahvasti ennen kaikkea yleisöjulkisuutta, sillä keskustelu asiasta käydään toimittajien kirjoittamien juttujen kautta. Kuten olen aiemmin tutkimuksessa esittänyt, ainakin ehdotetut moniportaisen hallinnan mallit heikentäisivät osakkeenomistuksen julkisuutta kaikkiin toimijoihin nähden. Suoran hallinnan järjestelmässä tieto omistajuudesta löytyy suoraan arvopaperikeskuksen rekisteristä. Saadaksesen tiedon maksutta, henkilön on kuitenkin fyysisesti mentävä Helsingissä sijaitsevaan arvopaperikeskukseen. Muualla asuville osakastiedot tulevat nykyiselläänkin kohtuuttoman kalliiksi. Kun yksittäisen yhtiön osakasluettelo maksaa yli 300 euroa, on vaikea uskoa, että kyseessä olisi ainoastaan OYL 3:17:n mukainen asiasta koituvien kulujen korvaaminen.

Yleisöjulkisuuden kehittämisen kannalta helppo muutos nykyiseen lainsäädäntöön olisi mielestäni osakkeenomistuksen historiatietojen säätäminen yleisöjulkisiksi. Arvopaperikeskus säilyttää nämä tiedot joka tapauksessa viranomaisia ja omaa tutkimustaan varten, joten asiasta ei koituisi juurikaan lisäkustannuksia arvopaperikeskukselle. Historiatieto ei ole useimmiten tarpeellinen, mutta esimerkiksi sijoittaja voi saada paremman kuvan yhtiön omistuksesta sijoituspäätöstä tehdessään seuraamalla omistusten muutoksia jollain pidemmällä aikavälillä. Tällä hetkellä nämä tiedot tulee pyytää erikseen juuri sinä päivänä, jolta tiedot haluaa saada, mikä aiheuttaa nähdäkseni turhaa vaivaa ja kustannuksia.

Omistuksen julkisuutta voitaisiin parantaa myös, jos asiakkaalla olisi mahdollisuus tehdä hakuja arvopaperikeskuksen rekisteristä henkilön mukaan. Tämä voisi kuitenkin aiheuttaa jonkin verran ongelmia yksityisyyden suojan kannalta. Kuten tekstissä mainittiin, elinkeinoelämässä toimimista ei ole katsottu yksityisyyden suojan piiriin kuuluvaksi.²¹⁸ Osakkeenomistuksen suhteen on tarpeen tarkastella sitä, milloin osakesijoittamisen voidaan katsoa kuuluvan elinkeinotoimintaan. Analogiaa asiaan voisi hakea vaikkapa elinkeinotuloverotuksen puolelta. Kuten elinkeinotuloverotuksessa, myös osakesijoittamisessa lienee melko selvää, ettei pienimuotoinen osakesijoittaminen ole varsi-

²¹⁸ Korhonen 2003, s. 85.

naisesti elinkeinoelämässä toimimista. Juuri tällaiseen pienimuotoiseen sijoittamiseen olisi kohdistunut Suomeen ehdotettu Ruotsissa käytössä oleva 500 osakkeen julkisuusraja. Sen sijaan suurten sijoittajien kohdalla ei liene epäselvää, onko heidän toimintansa elinkeinoelämässä toimimista. Tällöin myöskään omistusten julkistamisessa ei ole näkemystäni mukaan ongelmaa yksityisyyden suojan kannalta.

Yleinen moniportaista hallintaa koskeva keskustelu ja lainsäädännölliset ratkaisut osoittavat, että Suomessa pidetään erityisen tärkeänä omistuksen yleisöjulkisuuden takaamista arvopapereiden hallinnassa. Tätä pohjoismaisesta oikeuskulttuurista kumpuavaa ajatusta tukee muun muassa se, että yleisöjulkisuuden varmistaminen on kirjattu tämän hetkiseen hallitusohjelmaan. Toisaalta vieraan pääoman ehtoisten instrumenttien kohdalla ei ole noussut esiin puheenvuoroja, joissa olisi vaadittu niidenkin täydellistä yleisöjulkisuutta. Moniportaisen hallinnan kehittäminen täysin yleisöjulkiseksi vaatisi kansainvälistä yhteistyötä, sillä nykyisessä globaalissa maailmassa hallintaketjut tulevat ulottumaan yhä useammin valtioiden rajojen yli. Jotta osakkeenomistus moniportaisen hallinnan avulla voitaisiin saada julkiseksi Suomessa, tarvittaisiin siihen Gabriel Zucmanin ehdottamaa maailmanlaajuista omaisuusrekisteriä ja kaikkien valtioiden yhteistyötä. Muiden valtioiden tulisi pystyä painostamaan myös veroparatiisivaltiot mukaan kyseisiin toimiin.²¹⁹ Mikäli kaikki saatavilla oleva tieto ei liiku vapaasti omistusketjujen mukana rajojen yli, loppukäyttäjän tunnistaminen ei ole käytännössä mahdollista. Tällöin pelkkä kansallisen tai EU-tason lainsäädännön muuttaminen ei riitä varmistamaan osakkeenomistuksen täydellistä julkisuutta.

Olennessimpänä kysymyksenä yhteiskunnan kannalta voidaan nähdä omistuksen viranomaisjulkisuus. Käytännössä kaikki viranomaiset, joilla on jokin valvontatehtävä, ovat vastustaneet moniportaiseen hallintaan siirtymistä, sillä se tulisi vaikeuttamaan heidän toimintaansa huomattavasti. Viranomaisilla on tällä hetkellä melko hyvät tiedot arvo-osuusjärjestelmässä olevien yhtiöiden osakkeenomistajista. Ulkomaiden kautta tapahtuvaa moniportaista hallintaa koskevia tietoja on sen sijaan melko hajautuneesti eri viranomaisilla ilman, että he voisivat jakaa kaikkea tietoa keskenään. On viranomaistoimijoiden kannalta ongelmallista, että Verohallinto ja Finanssivalvonta joutuvat selvittämään korkeimmassa hallinto-oikeudessa asti keskinäisiä tiedonvälitysasioitaan. Finanssivalvonnan saamat tiedot säilyttäjäpankeilta ja niiden antaminen toisille viranomaisille on määritetty EU-direktiivillä, joten pelkästään kotimaisella lainsäädännöllä ei voida korjata tätä tilannetta. Vastaava tietojenvälitysongelma muodostuu myös Verohallinnolle kansainvälisten tietojenvaihtosopimusten myötä, sillä sopimusten mukaan Verohallinnolla ei ole oikeutta luovuttaa sitä kautta saatuja

²¹⁹ Zucman 2014, s. 11.

tietoja esimerkiksi esitutkintaviranomaiselle. Valvonnan kannalta olisi tärkeää, että omistustietojen vaihto saataisiin kuntoon edes kansallisten viranomaisten välillä. Valitettavasti näihin asioihin vaaditaan kansainvälistä yhteistyötä, joten Suomen tulisi pyrkiä edistämään viranomaisten välistä tiedonvaihtoa ja sitä koskevia sopimuksia niin eurooppalaisella kuin globaalilla tasolla

Arvopaperikeskuksen monopolin purkaminen on mielestäni tärkein argumentti moniportaisen hallinnan puolesta. Monopolin poistamisella ja kilpailun vapauttamisella tuotaisiin hyvin todennäköisesti uusia toimijoita arvopapereiden välitykseen ja selvitykseen. Uudet toimijat ja kilpailun kasvu laskisivat todennäköisesti sijoittajille koituvia kustannuksia ja tehostaisivat myös liikkeeseenlaskijoiden pääoman hankintaa. Mikäli kehitys halutaan saada kulkemaan edelleen kohti yhtenäismarkkinoita ja pääomien entistä tehokkaampaa vapaata liikkuvuutta, arvo-osuusjärjestelmät olisi tarve saada yhteensopiviksi kaikkien EU-maiden kesken. Tällöin moniportaisen hallinnan järjestelmän käyttöönotto myös Suomessa tulee erittäin todennäköiseksi, sillä se on käytössä suuressa osassa muuta unionia. Kaupan este on kasvun este. Tehokkaampi pääomien liikkuvuus edistää lähtökohtaisesti talouselämää ja tulee tehokkaammaksi sijoittajan kannalta. Yhtenäistynyt järjestelmä helpottaisi myös suomalaisten sijoittajien toimintaa ulkomaisilla arvopaperimarkkinoilla, sillä he voisivat tällöin useimmiten käyttää samaa välittäjää kaikkiin arvopaperikauppoihinsa. Taloudellisten seikkojen vuoksi näkisin moniportaisen hallinnan sallimisen tuovan sijoittajille enemmän hyötyjä kuin haittoja, sillä sekajärjestelmässä heillä säilyisi myös mahdollisuus valita suora hallinta, mikäli he kokisivat sen itselleen edullisemmaksi esimerkiksi sen tuoman paremman esineoikeudellisen turvan vuoksi.

Moniportaisen hallinnan käyttöönoton vaikutukset valtiolle olisivat todennäköisesti negatiivisia, sillä talousrikostutkintaan ja harmaan talouden estämiseen jouduttaisiin käyttämään huomattavasti enemmän resursseja. Lisääntyneen taloudellisen aktiivisuuden tuomat lisätulot eivät välttämättä riittäisi kattamaan valvonnasta aiheutuvia kustannuksia ja mahdollisia veronkierron helpottumisen tuomia veromenetyksiä. On muistettava, että laitton suomalaisen omistuksen hallintarekisteröinti ja veronkierto sen avulla ovat jo mahdollisia ja moniportaisen hallinnan hyväksyvässäkin järjestelmässä veronkierto ja omistusten piilottaminen hoidettaisiin erilaisten rajat ylittävien järjestelyjen avulla. Valtiolle olisikin tärkeää saada tietojenvaihto eri valtioiden kanssa mahdollisimman tehokkaaksi, jotta moniportaisen hallinnan vaikutukset yhteiskunnan kannalta saataisiin positiivisiksi.

Tässä tutkimuksessa on myös esitelty erilaisia keinoja sijoittaa anonymisti siten, että tuotto seuraa osakkeen arvomuodostusta. Ulkomaista oikeushenkilöä voidaan käyttää apuna joko laillisesti tai laittomasti. Väliyhteisölainsäädäntö ei anna mahdollisuutta ohittaa hallintaketjun viimeisenä osa-

puolena olevaa ulkomaista yhtiötä, vaikka tämän ainoa omistaja olisi suomalainen. Täten myöskään hallintarekisteröintikielto ei ulotu tällaiseen yhtiöön, sillä tällöin osakkeen omistaa yhtiöoikeudellisesti AOJSL 8:1:n tarkoittama ulkomainen yhteisö. Laitonta ulkomaisen oikeushenkilön käyttö on silloin, jos sen tarkoituksena on veronkierto. Sijoitusrahastot eivät ole samalla tavalla ongelmallisia valvonnalle, sillä sijoitusrahastossa sijoittajan mahdollisuudet päättää sijoituskohteista ovat hyvin rajalliset. Lisäksi sijoitusrahastojen omistukset ovat viranomaisjulkisia. Sijoitusrahastojen avulla on mahdollista lähinnä vähentää omien sijoitustensa yleisöjulkisuutta, mikäli sellaiselle on jostain syystä tarvetta. Aiemmin esittelemistäni keinoista mielenkiintoisin on kapitalisaatiosopimus, sillä siinä sijoittaja ei omista yhtiöoikeudellisesti osaketta, vaan kyseessä on täysin sopimusoikeudellinen järjestely. Kapitalisaatiosopimuksen sisältö jääkin siten sijoittajan ja sijoituksen myyjän väliseksi. Erityisen suuria vaikeuksia tällaiset sopimukset voivat aiheuttaa siinä vaiheessa, kun niitä solmitaan ulkomaisten sijoitusliikkeiden kanssa, sillä tällaisten sopimusten tiedot eivät tule millään tavalla kenenkään tietoon kotimaassa.

Keskustelussa omistusten piilottamisesta on olennaista ottaa huomioon, että moniportainen hallinta ja hallintarekisteröinti olisivat mahdollisia ainoastaan pörssi-yhtiöissä. Täten se ei mahdollistaisi omistusten kätkemistä yksityisissä osakeyhtiöissä. Jos hallintarekisteröinti olisi mahdollista tavallisissa osakeyhtiöissä, se laskisi huomattavasti myös kiinteistö- ja ajoneuvorekisterien julkisuusvaikutusta, sillä tällöin todellinen omistaja yhtiön takana jäisi tuntemattomaksi. Myös asunto-osakeyhtiöiden osalta on ollut keskustelua siirtymisestä arvo-osuusjärjestelmään. Mikäli asunto-osakkeet siirtyisivät arvo-osuusjärjestelmään, mielestäni moniportaisen hallinnan kielto tulisi pystyä säilyttämään niiden osalta samoin kuin kiinteistöissäkin.

Moniportaisen hallinnan ajaminen Suomeen arvopaperikeskusasetuksen varjolla tuntuu erikoiselta samaan aikaan, kun muualla maailmassa ollaan menossa kohti avoimempaa omistamista. Isossa-Britanniassa pyritään täysjulkiseen omistusrekisteriin ja G20-maat ovat yhdessä linjanneet tavoitteekseen tosiasiallisen edunsaajan paremman tunnistamisen. Tällaisessa tilanteessa Suomen ei ole mielekäästä luopua omasta, omistuksen julkisuuden varmistavasta järjestelmästä, vaikka sillä voitaisiinkin hypoteettisesti saavuttaa jonkin verran taloudellisia etuja. Suomella olisi erinomaiset edellytykset toimia kansainvälisesti suunnannäyttäjänä tosiasiallisen edunsaajan tunnistamisessa ja näyttää, ettei moniportaisen hallinnan malli ole enää nykyaikaisen automaattisen tietojenkäsittelyn aikana välttämätön paha, vaan arvopapereiden asiakaskohtainen erittely voidaan hoitaa tehokkaasti myös niin, että omistajatieto säilyy koko hallintaketjun ajan.