



VALTIOVARAINMINISTERIÖ

# Pörssiyhtiöiden omistuksen julkisuus Suomessa: EU-oikeudellinen selvitys

Valtiovarainministeriön julkaisu – 30/2018



Rahoitusmarkkinat



Valtiovarainministeriön julkaisu 30/2018

## Pörssiyhtiöiden omistuksen julkisuus Suomessa: EU-oikeudellinen selvitys

OTT, VTK Heikki Marjosola

Valtiovarainministeriö

ISBN: 978-952-251-972-6

Taitto: Valtioneuvoston hallintoyksikkö, Julkaisutuotanto

Helsinki 2018

## Kuvailulehti

<b>Julkaisija</b>	Valtiovarainministeriö	12.10.2018
<b>Tekijät</b>	OTT, VTK Heikki Marjosola	
<b>Julkaisun nimi</b>	Pörssiyhtiöiden omistuksen julkisuus Suomessa: EU-oikeudellinen selvitys	
<b>Julkaisusarjan nimi ja numero</b>	Valtiovarainministeriön julkaisu 30/2018	
<b>Diaari/hankenumero</b>	-	<b>Teema</b> Rahoitusmarkkinat
<b>ISBN PDF</b>	978-952-251-972-6	<b>ISSN PDF</b> 1797-9714
<b>URN-osoite</b>	http://urn.fi/URN:ISBN:978-952-251-972-6	
<b>Sivumäärä</b>	58	<b>Kieli</b> suomi
<b>Asiasanat</b>	rahoitusmarkkinat, hallintarekisteröinti, pörssiyhtiöt, sijoituspalveluyritykset, osakkeet, arvopaperit, säilytys	
<b>Tiivistelmä</b>	<p>Selvityksessä kartoitetaan lainsäädännöllisiä keinoja turvata suoran omistuksen tasoinen osakeomistustietojen julkisuus Suomessa. Selvityksessä todetaan, että EU:n arvopaperikeskusasetus 909/2014/EU mahdollistaa ainakin nyky muodossaan niin sanotun suoran omistuksen järjestelmän käytön edellyttämistä suomalaisilta sijoittajilta Suomessa. Suomalaisia sijoittajia koskeva hallintarekisteröintikielto on kuitenkin EU:n perussopimusten näkökulmasta ongelmallinen etenkin siltä osin, kuin kiello rajoittaa ulkomaisten säilytys- ja välityspalveluiden käyttämistä. Oikeuskäytännön perusteella voidaan pitää todennäköisenä, että EU-tuomioistuin pitäisi tällaista hallintarekisteröintikieltoa palveluiden ja pääomien vapaan liikkuvuuden perusteettomana rajoituksena.</p> <p>Ottaen huomioon etenkin EU:ssa käynnissä olevat hankkeet, kuten pääomamarkkinaunionia koskevat suunnitelmat, yhtiöoikeudellisen julkisuusperiaatteen tavoitteita olisi suositeltavampaa pyrkiä edistämään perusvapauksia vähemmän rajoittavilla toimenpiteillä. Tällaisina toimenpiteinä voitaisiin pitää esimerkiksi jo valmistelussa olevia verolakien muutoksia. Lisäksi uuden omistustietoja koskevan kyselyjärjestelmän perustaminen mahdollistaisi omaisuudenhoitotilien käytön ja hallintarekisteröinnin sallimisen suomalaisille sijoittajille ilman, että seurauksena olisi välttämättä osakeomistuksen julkisuusasteen madaltuminen.</p>	
<b>Kustantaja</b>	Valtiovarainministeriö	
<b>Julkaisun jakaja/myynti</b>	Sähköinen versio: <a href="http://julkaisut.valtioneuvosto.fi">julkaisut.valtioneuvosto.fi</a> Julkaisumyynti: <a href="http://julkaisutilaukset.valtioneuvosto.fi">julkaisutilaukset.valtioneuvosto.fi</a>	

## Presentationsblad

<b>Utgivare</b>	Finansministeriet	12.10.2018	
<b>Författare</b>	JD, pol.kand., Heikki Marjosola		
<b>Publikationens titel</b>	Offentlighet i börsbolagsinnehav i Finland: EU-rättslig utredning		
<b>Publikationsseriens namn och nummer</b>	Finansministeriets publikationer 30/2018		
<b>Diarie-/ projektnummer</b>	-	<b>Tema</b>	Finansmarknaden
<b>ISBN PDF</b>	978-952-251-972-6	<b>ISSN PDF</b>	1797-9714
<b>URN-adress</b>	<a href="http://urn.fi/URN:ISBN:978-952-251-972-6">http://urn.fi/URN:ISBN:978-952-251-972-6</a>		
<b>Sidantal</b>	58	<b>Språk</b>	finska
<b>Nyckelord</b>	finansieringsmarknaderna, förvaltarregister, börsbolag, investeringstjänsteföretag, aktieägare, värdepapper, förvaltning		
<b>Referat</b>	<p>I utredningen kartläggs lagenliga metoder för att garantera att aktieägaruppgifter på direkt ägarskapsnivå är offentliga i Finland. I utredningen fastställs att EU:s förordning om värdepapperscentraler 909/2014/EU åtminstone i sin nuvarande form gör det möjligt att förutsätta att finländska investerare i Finland tillämpar systemet med så kallat direkt innehav. Förbudet mot förvaltarregister för finländska investerare är emellertid problematiskt med tanke på EU:s fördrag framför allt till den del som förbudet begränsar användningen av utländska förvaltnings- och förmedlingstjänster. Utgående från rättspraxis kan det anses sannolikt att EU-domstolen skulle betrakta ett sådant förvaltarregisterförbud som en ogrundad begränsning av den fria rörelsen för tjänster och kapital.</p> <p>Med beaktande av pågående projekt särskilt inom EU, som till exempel planerna på en kapitalmarknadsunion, vore en strävan efter främjande av målen för den bolagsrättsliga offentlighetsprincipen genom åtgärder som i mindre utsträckning begränsar de grundläggande friheterna att rekommendera. Som sådana åtgärder kunde till exempel ändringar av skattelagarna som redan är under beredning betraktas. Dessutom skulle inrättandet av ett nytt frågesystem gällande ägarskap göra det möjligt för finländska investerare att använda förvaltningskonton och tillåta förvaltningsregistrering utan att detta oundvikligen leder till en sänkning av offentlighetsgraden i fråga om aktieinnehav.</p>		
<b>Förläggare</b>	Finansministeriet		
<b>Distribution/ beställningar</b>	Elektronisk version: <a href="http://julkaisut.valtioneuvosto.fi">julkaisut.valtioneuvosto.fi</a> Beställningar: <a href="http://julkaisutilaukset.valtioneuvosto.fi">julkaisutilaukset.valtioneuvosto.fi</a>		

## Description sheet

<b>Published by</b>	Ministry of Finance	12.10.2018	
<b>Authors</b>	LL.D., B.Soc.Sci., Heikki Marjosola		
<b>Title of publication</b>	Disclosure of listed company ownership information in Finland: An EU law perspective		
<b>Series and publication number</b>	Ministry of Finance publications 30/2018		
<b>Register number</b>	-	<b>Subject</b>	Financial Markets
<b>ISBN PDF</b>	978-952-251-972-6	<b>ISSN (PDF)</b>	1797-9714
<b>Website address (URN)</b>	<a href="http://urn.fi/URN:ISBN:978-952-251-972-6">http://urn.fi/URN:ISBN:978-952-251-972-6</a>		
<b>Pages</b>	58	<b>Language</b>	Finnish
<b>Keywords</b>	financial markets, nominee registration, listed companies, investment firms, shares, securities, custody		
<p><b>Abstract</b></p> <p>The report examines legislative means for securing the disclosure of shareholder information in Finland at the level of direct ownership. It states that the EU Regulation on Central Securities Depositories (909/2014/EU), at least in its current form, makes it possible to require Finnish investors in Finland to use a so-called direct ownership system. The prohibition on nominee registration applying to Finnish investors is, however, problematic from the standpoint of the EU Treaties, particularly in the respect that the prohibition restricts the use of foreign custody and brokerage services. Based on case law, it can be considered probable that the EU's Court of Justice would regard this kind of prohibition of nominee registration as being an unjustified restriction on the free movement of services and capital.</p> <p>Taking into account particularly projects already under way in the EU, such as plans for a Capital Markets Union, it would be preferable to seek to promote the objectives of the disclosure principle concerning company law by the use of measures that do not have such a restrictive effect on the basic freedoms. The tax legislation amendments already in preparation could be considered examples of these kinds of measures. In addition, the establishment of a new questionnaire system concerning ownership information would enable custodial nominee accounts to be used and nominee registration to be permitted for Finnish investors without the consequence necessarily being a reduction in the level of disclosure of shareholdings.</p>			
<b>Publisher</b>	Ministry of Finance		
<b>Distributed by/ Publication sales</b>	Online version: <a href="http://julkaisut.valtioneuvosto.fi">julkaisut.valtioneuvosto.fi</a> Publication sales: <a href="http://julkaisutilaukset.valtioneuvosto.fi">julkaisutilaukset.valtioneuvosto.fi</a>		





# Sisältö

<b>Lyhenteet</b> .....	9
<b>1. Toimeksianto ja selvityksen tarkoitus</b> .....	11
<b>2. Selvityksen taustaa</b> .....	12
2.1. Omistustietojen julkisuus .....	12
2.2. Arvopaperien moniportainen hallinta ja hallintarekisteröinti .....	13
2.3. Moniportaisen hallinnan edut ja haitat .....	16
2.4. Moniportaista hallintaa ja sen käyttöönottoa koskeva keskustelu Suomessa ..	17
2.5. Euroopan unionin rahoitusmarkkinoiden yhdentyminen .....	18
<b>3. Pörssiyhtiöiden omistuksen julkisuus: keskeiset EU-oikeudelliset ongelmat</b>	21
3.1. Hallintarekisteröintikielto ja ulkomaiset sijoituspalvelut .....	21
3.2. APK-asetus ja Suomen suoran omistuksen järjestelmä .....	23
3.3. APK-asetuksen "Suomi-poikkeuksen" tulkinta .....	26
3.4. Yhteenvetoa .....	29
<b>4. Yhtiöoikeudellisen avoimuusperiaatteen ja hallintarekisteröintikiellon EU-oikeudellinen arviointi</b> .....	30
4.1. Johdanto .....	30
4.2. Perusvapauksien rajoitusten arviointi: Gebhard-testi .....	31
4.3. Syrjimättömyysvaatimus ja market access -testi .....	32
4.4. Yleiseen etuun liittyvät pakottavat syyt: julkisuusperiaatteen funktiot .....	33
4.5. Soveltuvuus- ja suhteellisuusvaatimus .....	38
4.6. Yhteenvetoa .....	42
<b>5. Muita huomioitavia seikkoja</b> .....	44
5.1. APK-asetuksen vaikutus käytännössä .....	44
5.2. Osakkeenomistajan oikeudet -direktiivi .....	47
5.3. TARGET2-Securities -selvitysalusta .....	48
5.4. Osinkojen verotusta ja lähdeverotusta koskevat hankkeet Suomessa .....	49
5.5. Eräitä muita käytännön ratkaisuja julkisuusasteen säilyttämiseksi .....	50
<b>6. Yhteenveto</b> .....	54
<b>Viitteet</b> .....	56



## LYHENTEET

AML	Arvopaperimarkkinalaki 746/2012
AOJSL	Laki arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta 348/2017
AOTL	Laki arvo-osuustileistä 827/1991
APK-asetus	Arvopaperikeskusasetus 909/2014/EU
EAMV	Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen
ECSDA	European Central Securities Depositories Association
EFi	Euroclear Finland Oy
EPTF	European Post-Trade Forum
EU-sopimus	Sopimus Euroopan unionista
EUT-sopimus	Sopimus Euroopan unionin toiminnasta
FIVA	Finanssivalvonta
OYL	Osakeyhtiölaki 624/2006
PRH	Patentti- ja rekisterihallitus
T2S	TARGET2-Securities
DLT	Distributed ledger technology



# 1. Toimeksianto ja selvityksen tarkoitus

Käsitellessään hallituksen esitystä eduskunnalle laiksi arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta sekä eräksi siihen liittyviksi laeiksi (HE 28/2016 vp), eduskunta hyväksyi seuraavan lausuman: *”Eduskunta edellyttää, että valtioneuvosto selvittää toteuttamistavan ja välittömästi valmistelee kansalliseen lainsäädäntöön tarvittavat muutokset, joilla turvataan suoran omistuksen tasoinen omistustietojen julkisuus.”*

Eduskunnan lausuman taustalla on huoli siitä, että yhdentyvät Euroopan unionin (EU) rahoitusmarkkinat sekä yhdentymiskehitystä edesauttava EU-säätely johtavat suomalaisten pörssiyritysten omistajatietojen julkisuusasteen madaltumiseen. Tavoite ylläpitää vähintään nykytasoinen osakeomistuksen yleisöjulkisuus on kirjattu myös nykyisen hallituksen hallitusohjelmaan.

Lausuman johdosta valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinaosasto on 19.2.2018 tehnyt päätöksen hankkia oikeustieteellinen asiantuntijaselvitys, jossa arvioidaan lainsäädännöllisiä keinoja julkisuuden turvaamiseksi suhteessa EU-oikeuden vaatimuksiin. Keskeisessä asemassa arvioinnissa ovat EU:n perussopimusten turvaamien sisämarkkinoiden vapauksien ja niiden rajoitusedellytysten sekä rahoitusmarkkinoita koskevan EU-lainsäädännön erityisvaatimusten arviointi.

Selvityksessä pyritään esittämään täsmällinen ja perusteltu suositus sellaiseksi kansallisen lainsäädännön muutokseksi, jolla turvataan suoran omistuksen tasoinen omistajatietojen julkisuus. Mikäli selvityksessä todetaan, ettei kansallisen lainsäädännön muutoksella voida perustellusti turvata nykyisen tasoista julkisuutta, myös tämä näkemys perusteellaan.

Selvityksessä arvioidaan lyhyesti myös sääntelyvaihtoehtojen tarkoituksenmukaisuutta suhteessa rahoitusmarkkinoiden säilytys- ja selvitysarkkitehtuurin kehitykseen ja kilpailukyky-näkökohtiin.

## 2. Selvityksen taustaa

### 2.1. Omistustietojen julkisuus

Suomen osakeyhtiöoikeudessa ja arvo-osuusjärjestelmässä on omaksuttu niin sanottu julkisuusperiaate, jonka mukaan sekä yksityisten osakeyhtiöiden että julkisten pörssi-yhtiöiden omistus on julkista. Suomessa aiheesta käydyssä keskustelussa ja lainvalmistelussa omistuksen julkisuus on tavallisesti jaettu viranomaisjulkisuuteen, liikkeeseenlaskija-julkisuuteen ja yleisöjulkisuuteen.<sup>1</sup> Tämä jaottelu omaksutaan myös tässä selvityksessä.

*Viranomaisjulkisuudella* tarkoitetaan eri viranomaisten oikeutta saada tietoja suomalaisten sijoittajien omistuksista. Viranomaisjulkisuuden taso perustuu paitsi arvopaperimarkkinoita koskevaan lainsäädäntöön, myös eri viranomaisten toimintaa koskevaan erityislainsäädäntöön sekä kansainvälisiin tietojenvaihtosopimuksiin.

*Liikkeeseenlaskijajulkisuudella* tarkoitetaan yhtiön oikeutta tuntea osakkeenomistajansa. Yhtiön ja sen sijoittajien välistä avoimuutta lisää merkittävästi EU:n osakkeenomistajan oikeudet -muutosdirektiivi 2017/828 (osakkeenomistajan oikeudet -direktiivi).<sup>2</sup> Direktiiviä käsitellään osiossa 5.2.

Tässä selvityksessä keskitytään erityisesti *yleisöjulkisuuteen*. Kun suomalainen luonnollinen henkilö, yhteisö tai säätiö ostaa suomalaisen yhtiön osakkeita, kirjataan hänen omistuksena osakasluettelolle, jonka sisältö on julkinen paitsi yhtiölle itselleen ja viranomaisille, myös yleisölle. Suomessa jokaisella on siten oikeus tutustua yhtiön osakasluetteloon, oli kyse sitten arvo-osuusjärjestelmään kuuluvasta yhtiöstä tai muusta yhtiöstä. Osakasluettelo on pidettävä jokaisen nähtävänä yhtiön pääkonttorissa. Arvo-osuusjärjestelmään kuuluvan yhtiön osakasluettelo voidaan kuitenkin pitää jokaisen nähtävänä

<sup>1</sup> Ks. esim. HE 28/2016vp, 9-11.

<sup>2</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EU) 2017/828 osakkeenomistajien pitkäaikaiseen vaikuttamiseen kannustamisen osalta. OJ L 132, 20.5.2017.

arvopaperikeskuksen toimipaikassa Suomessa (osakeyhtiölaki 624/2006, OYL, 3:17). Käytännössä Suomen arvopaperikeskuksessa, jona toimii Euroclear Finland Oy (EFi), on yleisöpäätteitä, joilla voi selata yhtiöiden osakasluetteloita ja eräitä muita omistajaluetteloita. EFin on annettava pyynnöstä osakasluetteloista myös jäljennöksiä. Jäljennöksen tilaajan on korvattava tästä aiheutuvat kulut (OYL 3:17). Käytännössä korvaus suoritetaan arvo-osuusjärjestelmään kuuluvien yhtiöiden osalta arvopaperikeskukselle sen voimassa olevan hinnaston mukaisesti. Osakasluetteloiden tiedot ovat lähes reaaliaikaisia, sillä niille merkitään edellisen selvityspäivän lopun mukainen tieto omistuksista. Tiedonsaantioikeus ei kuitenkaan koske esimerkiksi henkilötunnuksen tunnusosaa tai maksu- tai verotustietoja (OYL 3:17.3).

Yhtiöoikeudellinen julkisuusperiaate omaksuttiin vuoden 1978 osakeyhtiölainsäädännön uudistuksessa. Tällöin kiellettiin myös haltijaosakkeiden käyttö, minkä jälkeen osakkeet on tullut aina merkitä nimetylle henkilölle.

Viranomaisten tiedonsaanti arvopaperikeskuksesta perustuu osakasluetteloiden sijasta erityisiin datatoimituksiin ja kyselyihin. Nämä tiedot ovat osakasluettelon tietoja laajempia ja täsmällisempiä ja voivat sisältää myös historiatietoja. Arvopaperikeskus saa arviolta 10 000 tietopyyntökyselyä vuosittain muun muassa ulosottoviranomaisilta, poliisilta, verottajalta, tuomioistuimilta, sosiaaliviranomaisilta ja tulliviranomaisilta.<sup>3</sup> Lisäksi viranomaiset voivat kysyä yksittäisiä henkilöjä koskevia tietoja sijoituspalvelu yrityksiltä ja pankeilta. Valtaosa tiedoista toimitetaan maksutta.<sup>4</sup>

## 2.2. Arvopaperien moniportainen hallinta ja hallintarekisteröinti

Suomen arvo-osuusjärjestelmässä kotimaisten sijoittajien osakemuotoisia arvo-osuuksia säilytetään omistajakohtaisesti arvopaperikeskuksessa. Tällaisessa *suoran omistuksen järjestelmässä* omistus identifioituu arvopaperikeskuksessa, vaikka sijoittajan ja liikkeenlaskijan välissä toimiikin vähintään yksi tilinhoitajayhteisö. Järjestelmää kutsutaan suoran omistuksen järjestelmäksi, koska tilinhaltijan oikeus arvopapereihin vastaa täyttää tosiasiallisesta hallinnasta johdettavaa omistusoikeutta.<sup>5</sup> Suomen mallissa sijoittajat eivät ole pääsääntöisesti sopimussuhteessa arvopaperikeskukseen, vaan tekevät tilisopimuksen

<sup>3</sup> Euroclear Finland Oy:n lausunto eduskunnan talousvaliokunnalle, 5.4.2016, 16.

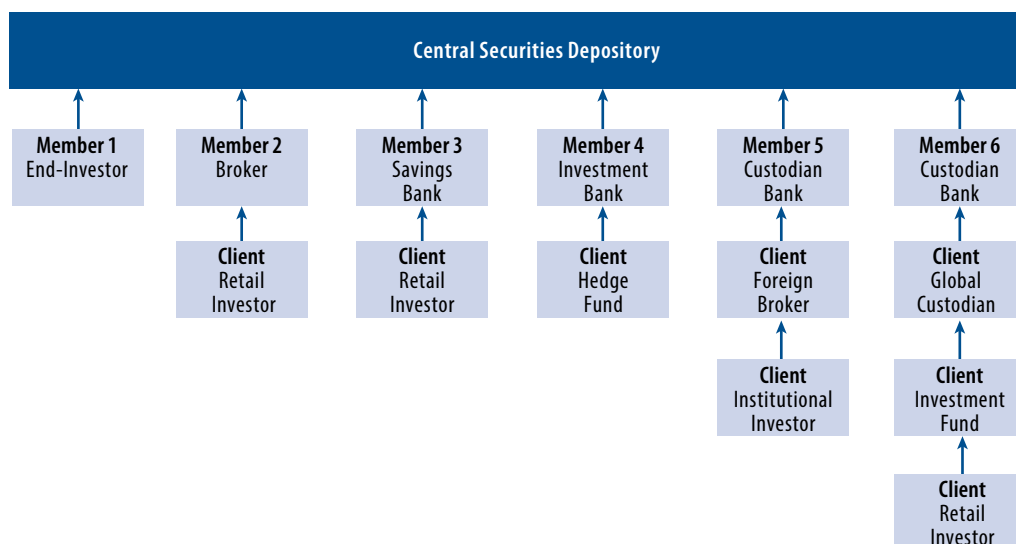
<sup>4</sup> Euroclear Finland Oy:n säännöt (vahvistettu 2.5.2018, EFin säännöt), kohta 3.1.20.

<sup>5</sup> Thévenoz, Luc, *Intermediated Securities, Legal Risk, and the International Harmonization of Commercial Law*, 13 Stan. JL Bus. & Fin. 384 (2007), 406, EFin säännöt, kohta 3.5.2.

arvopaperikeskuksen osapuolena toimivan tilinhoitajan kanssa. Tilinhoitajat tekevät tilinhaltija-asiakkaansa puolesta kirjauksia suoraan arvo-osuusjärjestelmään.

Kansainvälisillä arvopaperimarkkinoilla tavallisempaa on, että arvopapereita hallitaan niin sanotussa *moniportaisessa hallintarakenteessa*. Moniportaisessa hallintarakenteessa asiamiessuhteita lopullisen osakkeenomistajan ja liikkeeseenlaskijan välillä voi olla huomattavakin määrä. Kuvio 1 havainnollistaa, kuinka arvopaperikeskuksen erilaiset osapuolet, kuten välittäjät sekä erilaiset pankit ja säilytysyhteisöt, voivat kytkeytyä varsinaisiin sijoittajiin.

**Kuvio 1. Arvopaperien moniportainen hallinta**



Lähde: EPTF raportti<sup>6</sup>

Arvopaperien hallintaketju voi muodostua hyvinkin pitkäksi ja mutkikkaaksi etenkin silloin, kun ketju ylittää yhden tai useamman valtion rajat. Tällaisessa moniportaisessa hallintarakenteessa arvo-osuuksien todellinen omistus ei yleensä selviä arvopaperikeskuksesta, vaan vasta lopullista sijoittajaa lähimpänä olevan alisäilyttäjän tilinpidosta.

Moniportainen hallinta ei olisi mahdollista ilman niin sanottuja *yhteis- tai laaritilejä*. Suomen arvo-osuusjärjestelmässä laaritilit tunnetaan omaisuudenhoitotileinä, joille voidaan kirjata yhden tai useamman omistajan arvo-osuuksia. Omaisuudenhoitotilit ovat *hallintarekisteröityjä* eli tilinhaltija hallitsee niitä toimeksiannon nojalla asiakkaansa lukuun.

<sup>6</sup> European Post Trade Forum, EPTF Report, Annex 3. Detailed analysis of the European Post Trade Landscape, 15th May 2017, 76.



Hallintarekisteröinnillä on kaksi keskeistä vaikutusta: Ensinnäkin hallintarekisteröidyn tilin omistajaksi ei merkitä lopullista osakkeenomistajaa, vaan hallintarekisteröinnin hoitaja eli tilinhaltija, jonka hoidossa arvo-osuudet ovat asiakkaan toimeksiannon perusteella (laki arvo-osuustileistä 827/1991, AOTL, 5a §). Toiseksi hallintarekisteröinnin hoitaja merkitään lopullisen osakkeenomistajan sijasta myös kohdeyhtiön osakasluetteloon (laki arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta 348/2017, AOJSL, 4:3).

OmaisuuDENHOITOTILIN tilinhaltijan asiakkailla ei ole suoraa omistusoikeutta arvo-osuustilille merkittyihin arvo-osuuksiin, vaan arvopaperitileistä annetun lain (750/2012) 4 §:n mukainen erityinen *tilioikeus*.<sup>7</sup> Myös tilioikeus kohdistuu määritelmällisesti arvopaperitilille kirjattuihin arvopapereihin, mutta on tietyin tavoin täyttä omistusoikeutta heikompi oikeus.

Eräänlaisena hallintarekisteröityjen omaisuudenhoitotilien ja suorien omistajatilien välimuotona voidaan pitää arvo-osuusjärjestelmässä pidettäviä *hallintarekisteröityjä omistajatilejä*. Tällainen tili avataan arvo-osuuksien tosiasiallisen omistajan nimiin, jolloin todellisella omistajalla on suora omistusoikeus arvo-osuustilille merkittyihin arvo-osuuksiin. Hallintarekisteröinnin hoitaja merkitään kuitenkin tällöinkin todellisen omistajan sijaan arvo-osuusjärjestelmässä pidettäville omistajaluetteloille.<sup>8</sup>

Hallintarekisteröityjen osakkeiden omistaja ei voi käyttää muita liikkeeseenlaskijaa kohtaan kuuluvia oikeuksiaan kuin oikeutta nostaa varoja, muuntaa tai vaihtaa arvo-osuus ja osallistua osake- tai muuhun arvo-osuusantiin (AOJSL 4:4.2). Hallintarekisteröidyn osakkeen omistaja ei siten voi ilman laissa määriteltyjä toimenpiteitä esimerkiksi osallistua yhtiön yhtiökokoukseen ja käyttää siellä äänioikeuttaan.

Suomessa omaksutun vahvan julkisuusperiaatteen takia osakeomistuksen hallintarekisteröinti on kielletty suomalaisille sijoittajille. Kaikki Suomen arvopaperikeskuksessa liikkeeseen lasketut osakemuotoiset arvo-osuudet tulee kirjata suoralle, todellisen omistajan nimissä olevalle arvo-osuustilille, mikäli sijoittajana on suomalainen luonnollinen henkilö, yhteisö tai säätiö. Sääntö koskee myös ulkomailla vakituisesti asuvia suomalaisia sekä kaksoiskansalaisia.

Hallintarekisteröinti on siten mahdollista vain ulkomaisille sijoittajille. Joustaminen ulkomaisten sijoittajien hyväksi on katsottu välttämättömäksi kotimaisten yhtiöiden rahoitusmahdollisuuksien turvaamiseksi ja kansainvälisen kiinnostuksen ylläpitämiseksi Suomen arvopaperimarkkinoita kohtaan. Tämä jo 1980-luvulla omaksuttu linja on vastannut myös

7 EFin säännöt, kohta 3.5.10.

8 EFin säännöt, kohta 3.5.4.

muiden pohjoismaiden käytäntöä.<sup>9</sup> Kansainvälisten sijoittajien osuus Suomen osakemarkkinoista on merkittävä. Viimeisimmän EFin julkaiseman tilaston (31.7.2018) mukaan ulkomaalaiset omistivat noin 39 prosenttia kaikkien osakeliikkeeseenlaskijoiden euromääräisestä markkina-arvosta. Koko markkina-arvosta noin 36 prosenttia on hallintarekisteröityjä omistuksia (30.6.2018).<sup>10</sup>

### 2.3. Moniportaisen hallinnan edut ja haitat

Arvopaperien moniportainen hallinta on kehittynyt arvopaperivaihdannassa kehittyneiden käytäntöjen sekä kansainvälistyvien arvopaperimarkkinoiden vaatimusten seurauksena. Laaritilit tehostivat arvopaperikauppojen selvitystä mahdollistamalla kauppojen selvityksen hallintaketjun alimmalla mahdollisella tasolla, kun taas ylemmillä portailla sijaitsevien laaritilien väliset selvitystapahtumat voitiin tehdä nettomääräisenä. Toisaalta nykYTEknologia mahdollistaa suorien järjestelmien käyttöönoton ja tehokkaan toiminnan myös hyvin suurilla markkinoilla, kuten Kiinassa.<sup>11</sup>

Moniportaisen hallintarakenteen eduksi on laskettu myös se, että se mahdollistaa kilpailun selvitys- ja säilytysmarkkinan kehittymisen. Lisäksi kansainvälisillä arvopaperimarkkinoilla hallintarekisteröinti – eli arvopaperiomaisuuden hallinta asiakkaan lukuun palveluntarjoajan omissa nimissä – vähentää transaktiokustannuksia. Sijoittajien ei tarvitse avata omistajakohtaista tiliä jokaisessa sellaisessa arvopaperikeskuksessa, jonka liikkeen laskemia arvopapereita he haluavat ostaa. Hallintarekisteröinti parantaa välillisesti myös riskienhallintaa, kun sijoittajat voivat helpommin ja matalammin kustannuksin hajauttaa sijoituksiaan useammille osakemarkkinoille.

Moniportaisen ja yhteistileihin perustuvan järjestelmän ongelmat liittyvät ennen kaikkea sijoittajan suojaan, erityisesti niin sanottuun säilyttäjäriskiin. Investointipankki Lehman Brothersin konkurssi vuonna 2008 osoitti, kuinka vaikeaa sijoittajien oikeuksien toteuttaminen voi olla moniportaisessa hallintarakenteessa. Säilyttäjäriskin johdosta etenkin institutionaaliset sijoittajat ovat usein valmiita maksamaan siitä, että heidän omistuksensa eritellään arvopaperikeskuksessa hallintarakenteen ylimmällä tasolla. Euroopan unionin asetus 909/2014/EU (APK-asetus) edellyttääkin, että jokaisen arvopaperikeskuksen osapuolen on tarjottava asiakkailleen myös yksilöllisesti eroteltua tiliä.

9 HE 104/1990, 51; Arvopaperikäsitteilyn kehittämistoimikunnan mietintö 1985.

10 <https://www.euroclear.com/finland/fi/statistics/foreign-ownership-in-Finnish-companies.html> (24.8.2018)

11 Computershare, Transparency of share ownership, shareholder communications and voting in global capital markets, March 2015, vs. 1.4.

Arvopaperien moniportaaiseen hallintaan on liittynyt myös ongelma omistuksen läpinäkyvyydestä. Kansainvälinen keskustelu on pääasiassa keskittynyt rahanpesun, terrorismin rahoituksen ja veronkierron vaikeuttamiseen.<sup>12</sup> Tutkijat ovat ehdottaneet jopa globaalin tietorekisterin perustamista käyttäen hyväksi suurimpien länsimaisten arvopaperikeskusten olemassa olevia tietorekisterejä.<sup>13</sup>

## 2.4. Moniportaista hallintaa ja sen käyttöönottoa koskeva keskustelu Suomessa

Epätäydellisyydestään huolimatta moniportainen hallintajärjestelmä on edelleen kansainvälisesti vallitseva arvopapereiden hallintajärjestelmä.<sup>14</sup> Suomessakin on pitkään pohdittu moniportaisen hallintamallin sallimista myös kotimaisille sijoittajille. Tavoitteena on ollut eräillä kehittyneillä markkinoilla, kuten Isossa-Britanniassa ja Ruotsissa, käytössä oleva sekajärjestelmä, jossa sijoittaja voi valintansa mukaan joko omistaja- tai hallintarekisteröidä osakeomistuksensa.

Suomessa moniportaisuuden hyötyjä on perusteltu lähinnä taloudellisin argumentein sekä tarpeella kehittää Suomen arvopaperimarkkinoita. Suoraan omistukseen ja julkisuusperiaatteeseen liittyviä yhteiskuntapoliittisia näkökohtia ja tavoitteita on kuitenkin pidetty tärkeinä, mistä johtuen kotimaisia sijoittajia koskeva hallintarekisteröintikielto on pyritty pitämään voimassa.

Arvopaperimarkkinoiden selvitys- ja säilytystoimintaa sekä arvopaperien moniportaista hallintaa on käsitelty seikkaperäisesti etenkin seuraavissa valtiovarainministeriön julkaisuissa:

- Arvopaperien säilytysmallien laajentumisen ja yhdentyvien markkinarakenteiden toteutumisen arviointi sekä arvopaperikeskusasetuksen täytäntöönpanon valmistelu. Työryhmämuistio VM 033:00/2014.
- Arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistus, luonnos hallituksen esitykseksi 18.2.2011, työryhmän muistio, Valtiovarainministeriön julkaisu 12/2011.

12 G20 High-Level Principles on Beneficial Ownership Transparency.

13 Nougayrède, Delphine, "Towards a Global Financial Register? The Case for End Investor Transparency in Central Securities Depositories." *Journal of Financial Regulation* (2018).

14 Computershare, Transparency of share ownership, shareholder communications and voting in global capital markets, March 2015, vs. 1.4.

- Professori Eva Liljeblomin raportti arvopaperien moniportaisen hallinnan ja hallintarekisteröinnin laajentamisen taloudellisista vaikutuksista. Selvityshenkilön raportti, VM 32/2010.
- Arvopaperien moniportainen hallinta 2002, Valtiovarainministeriön työryhmämuistioita 14/2002.

Tässä selvityksessä näiden julkaisujen keskeistä sisältöä ei toisteta. Mainitut julkaisut ovat edelleen enimmäkseen ajankohtaisia erityisesti siltä osin, mitä tulee arvopaperimarkkinoiden eri toimijoihin ja niiden rooleihin sekä arvopaperimarkkinoiden rajat ylittävien infrastruktuurien perusongelmiin.

## 2.5. Euroopan unionin rahoitusmarkkinoiden yhdentyminen

Euroopan unionin yksi keskeisistä tarkoituksista on sisämarkkinoiden toteuttaminen (Sopimus Euroopan unionista, EU-sopimus, 3(3) artikla). Sisämarkkinat käsittävät alueen, jolla ei ole sisäisiä rajoja ja jolla tavaroiden, henkilöiden, palveluiden ja pääomien vapaa liikkuvuus taataan perussopimusten määräysten mukaisesti (Sopimus Euroopan unionin toiminnasta, EUT-sopimus, 26 artikla).

EU:n pääasiallinen keino edistää rahoitusmarkkinoiden integraatiota on ollut harmonisaatio eli jäsenvaltioiden kansallisen sääntelyn lähentäminen tai yhdenmukaistaminen. Rahoitusmarkkinoiden yhdentymisen on odotettu lisäävän jäsenvaltioiden rajat ylittävien sijoitusten määrää ja alentavan yhtiöiden rahoituksen hintaa. Tämän on puolestaan toivottu kanavoituvan työllisyyden ja talouden kasvuun.<sup>15</sup>

Harmonisaation edesauttama markkinoiden yhdentyminen on edennyt pisimmälle sijoituspalveluiden markkinoilla. Rahoitusvälineiden markkinat eli MiFID-direktiivi 2004/39/EY vuodelta 2004<sup>16</sup> sekä direktiivin vuonna 2016 korvanneet MiFID II -direktiivi 2014/65/EU ja MiFIR-asetus 600/2014<sup>17</sup> ovat merkittävästi edistäneet erityisesti pörssitoiminnan ja sijoituspalveluiden tarjoamisen avautumista kilpailulle.

15 Moloney, Niamh, *EU Securities and Financial Markets Regulation* (Oxford University Press, 2014), 9-10.

16 Direktiivi 2004/39/EY rahoitusvälineiden markkinoista sekä neuvoston direktiivien 85/611/ETY ja 93/6/ETY ja Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2000/12/EY muuttamisesta ja neuvoston direktiivin 93/22/ETY kumoamisesta, OJ L 145, 30.4.2004, p. 1–44.

17 Direktiivi 2014/65/EU rahoitusvälineiden markkinoista sekä direktiivin 2002/92/EY ja direktiivin 2011/61/EU muuttamisesta, OJ L 173, 12.6.2014, p. 349–496; Asetus (EU) N:o 600/2014 rahoitusvälineiden markkinoista sekä asetuksen (EU) N:o 648/2012 muuttamisesta, OJ L 173, 12.6.2014, p. 84–148.

Nykyisen Euroopan komission yhtenä päätavoitteena on ollut vahvistaa Euroopan taloutta ja kannustaa investointeja uusien työpaikkojen luomiseksi. Tavoitteen edistämiseksi komissio julkaisi vuonna 2015 toimintasuunnitelman niin sanotun pääomamarkkinaunionin luomiseksi.<sup>18</sup> Pääomamarkkinaunionin tarkoituksena on muun muassa kasvattaa rajat ylittävien investointien määrää ja kehittää Euroopan osakemarkkinoita, jotka ovat edelleen kooltaan alle puolet Yhdysvaltojen vastaavista markkinoista.<sup>19</sup>

Merkittävimmät pääomien sisämarkkinoiden esteet koskevat kansallisia markkinainfrastruktuureja ja niin sanottua post trade -sektoria, johon sisältyvät erityisesti arvopaperien säilytykseen, selvitykseen sekä kauppojen toteutukseen liittyvät palvelut. Jo vuonna 2001 Giovannini-ryhmän raportti<sup>20</sup> määritteli 15 merkittävää eurooppalaisen post trade -sektorin kehitykseen liittyvää estettä sekä tarvittavia toimenpiteitä niiden poistamiseksi. Nämä nykyäänkin Giovannini-esteinä tunnetut esteet liittyivät muun muassa jäsenvaltioiden erilaisiin teknisiin vaatimuksiin ja markkinakäytäntöihin, rajoittaviin kansallisiin verotusmenettelyihin sekä oikeudellisiin esteisiin, jotka koskivat esimerkiksi lainvalintasääntöjä tai arvopaperien oikeudellisesta luonnetta.

Merkittävinä ja ajankohtaisina Giovannini-esteisiin liittyvinä Unionin lainsäädäntötoimina ja muina hankkeina voidaan mainita seuraavat:

### **1. Markkinarakennetoimija-asetus (EMIR-asetus)**

Asetus 648/2012/EU OTC-johdannaisista, keskusvastapuolista ja kauppatietorekistereistä astui voimaan 16 päivänä elokuuta 2012 ja sen tarkoitus on parantaa OTC-johdannaisien kaupankäynnin läpinäkyvyyttä sekä tarjota yksityiskohtaiset ja yhdenmukaiset säännöt keskusvastapuolille ja kauppatietorekistereille.

### **2. APK-asetus**

Asetus yhtenäisti arvopaperikauppojen selvitystoiminnan ja arvopaperikeskustoiminnan sääntelyä sekä poisti esteitä arvopaperikeskuspalveluiden tarjoamiselta jäsenvaltiosta toiseen (niin sanottu EU-passi).

### **3. Arvopaperirahoitusasetus**

Asetus 2015/2365/EU arvopapereilla toteutettavien rahoitustoimien ja uudelleenkäytön raportoinnista ja läpinäkyvyydestä sekä asetuksen 648/2012/EU muuttamisesta. Asetus parantaa arvopapereilla toteutettavien rahoitustoimien markkinoiden ja siten koko rahoitusjärjestelmän läpinäkyvyyttä.

18 Komission tiedonanto Euroopan Parlamentille, neuvostolle, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle ja alueiden komitealle. Pääomamarkkinaunionin luomista koskeva toimintasuunnitelma, Bryssel 30.9.2015 COM(2015) 468 final.

19 Komissio, Pääomamarkkinaunionin luomista koskeva toimintasuunnitelma, 6-7.

20 The Giovannini Group, Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union, Brussels, November 2001.

#### 4. TARGET2-Securities (T2S)

T2S on euroalueen keskuspankkien keskuspankkirahassa toimiva arvopaperien selvityspalvelu, joka aloitti toimintansa kesäkuussa 2015. T2S toimii koko EU:n kattavana arvopaperikauppojen selvitysalustana ja pyrkii siten edistämään arvopaperikeskusten selvitystoiminnan kilpailua.

On huomattava, että merkittävä osa rahoitusmarkkinoiden infrastruktuuriin ja post trade -sektoriin liittyvästä Unionin lainsäädännöstä on annettu suoraan sovellettavien asetusten muodossa. Tämä on tarkoittanut ennen kaikkea vähäistä kansallista liikkumavaraa sääntelyn sovittamisessa osaksi kansallista lainsäädäntöä.

Osana pääomamarkkinaunioni-hanketta komissio perusti vuonna 2016 uuden asiantuntijaryhmän (*European Post-Trade Forum*, EPTF), jonka tehtävänä on arvioida Giovanni-esteiden poistamisessa tapahtunutta edistystä sekä kartoittaa tarvittavia toimenpiteitä näiden esteiden sekä mahdollisten uusien esteiden poistamiseksi. Vuonna 2017 julkaistun raportin<sup>21</sup> mukaan merkittävimmät nykyiset esteet, joita tulisi myös priorisoida EU:n lainsäädäntötyössä, liittyvät muun muassa verotuksen ennakonpidätyskäytäntöihin, oikeudelliseen epävarmuuteen koskien arvopapereiden oikeudellista luonnetta sekä aineettomia arvopapereita koskeviin lainvalintasääntöihin. Lisäksi raportissa korostettiin esteitä, jotka liittyivät osakeomistuksen rekisteröintiä ja läpinäkyvyyttä koskevien kansallisten sääntöjen ja käytäntöjen hajanaisuuteen sekä yhtiökokouksia ja yhtiötapahtumia koskeviin eriäviin prosesseihin ja sääntöihin.

Raportin julkaisemisen yhteydessä komissio käynnisti myös konsultaatiomenettelyn kartoittaakseen uuden lainsäädännön tarpeita ja prioriteetteja sekä erityisesti uusien rahoitusalan teknologioiden (*Fintech*) tuomia mahdollisuuksia rajat ylittävien sijoitusten edistämässä ja markkinainfrastruktuurien yhdentämisessä.<sup>22</sup>

Mainitut hankkeet osoittavat, että arvopaperimarkkinoiden perusinfrastruktuuria koskevan sääntelyn yhdenmukaistamisesta sekä kilpailun lisäämisestä post trade -palvelumarkkinalla on tullut yksi Euroopan komission pääomamarkkinaunioni-hankkeen keskeisimpiä tavoitteita. Tämä kehityskulku on syytä pitää mielessä myös, kun tarkastellaan keinoja suomalaisten pörssiyritysten omistuksen julkisuusasteen säilyttämiseksi nykytasolla.

21 European Post-Trade Forum Report, 15.5.2017.

22 Euroopan komissio, Consultation Document on post-trade in a Capital Market Union: dismantling barriers and strategy for the future, 23.8.2017, 3.

## 3. Pörssiyhtiöiden omistuksen julkisuus: keskeiset EU-oikeudelliset ongelmat

Yksi keskeisimmistä keinoista turvata osakeomistuksen julkisuus Suomessa on ollut niin sanotun suoran omistuksen järjestelmän omaksuminen sekä siihen liittyvä kotimaisen osakeomistuksen hallintarekisteröintikielto. Hallintarekisteröintikiellolla on kaksi ulottuvuutta, jotka on etenkin EU-oikeudellisessa arvioinnissa syytä selvästi erottaa toisistaan. Ensinnäkin kielto merkitsee sitä, että suomalainen sijoittaja ei voi kotimaisia pankkeja tai muita tilinhoitajayhteisöjä (jotka ovat EFin osapuolia) käyttämällä hallintarekisteröidä osakeomistustaan. Tämä ulottuvuus on EU:n perussopimusten turvaamien liikkumisvapauksien näkökulmasta vähemmän ongelmallinen ja sen mahdolliset ongelmat liittyvät lähinnä APK-asetukseen ja sen tiettyjen artiklojen tulkintaan. Hallintarekisteröintikiellon toinen ja EU-oikeudellisesti huomattavasti ongelmallisempi ulottuvuus koskee kiellon tarkoituksellista ulottamista muihin Unionin jäsenvaltioihin. Seuraavassa osiossa kuvataan tarkemmin jälkimmäistä ulottuvuutta.

### 3.1. Hallintarekisteröintikielto ja ulkomaiset sijoituspalvelut

Arvopaperimarkkinoiden kansainvälisyydestä johtuen hallintarekisteröintikieltoa on vaikea toteuttaa ja valvoa aukottomasti. Kuten edellä todettiin, moniportaisessa hallintaketjussa asiamiessuhteita voi olla useita ja ketjuttamalla omistustaan ulkomaiden kautta suomalainenkin sijoittaja voi pyrkiä kiertämään hallintarekisteröintikieltoa. Toisaalta suomalainen sijoittaja voi helposti hallintarekisteröidä omistuksensa ulkomaisten yhtiörakenteiden avulla, esimerkiksi perustamalla ulkomaisen sijoitusyhtiön. Tällöin kyseessä on ulkomainen oikeushenkilö, joka ei kuulu hallintarekisteröintikiellon piiriin. Tämän vuoksi EFistä tai muualta ei ole saatavissa kattavaa tietoa siitä, kuinka suuri osa hallintarekisteröidystä ulkomaalaisomistuksesta on viime kädessä suomalaisen omistajan kontrollissa.

Moniportaisuudesta ja kansainvälisyydestä johtuva väistämätön tiedonsaannin rajallisuus tunnustettiin jo Suomen arvo-osuusjärjestelmää koskevan alkuperäisen lain esitöissä.<sup>23</sup>

Suomen lainsäädännössä on kuitenkin luotu yksinkertainen mekanismi, jonka avulla on voitu tehokkaasti varmistaa se, ettei suomalaisia päädy pörssiyhtiöiden hallintarekistereihin. Hallintarekisteröintikiellon valvonta on käytännössä lailla ulkoistettu Suomen arvo-osuusjärjestelmän osapuolille. AOJSL 4:4.3:n mukaan hallintarekisteröinnin hoitajan – eli omaisuudenhoitotilin tilinhaltijan, joka hallitsee tiliä omista nimissään asiakkaansa lukuun – on aina pyynnöstä ilmoitettava Finanssivalvonnalle (Fiva) arvo-osuuksien todellisen omistajan nimi, jos se on tiedossa. Jollei arvo-osuuksien todellisen omistajan nimi ole tiedossa (esimerkiksi jos asiakas on alisäilyttäjä eikä lopullinen sijoittaja), hallintarekisteröinnin hoitajan on annettava vastaavat tiedot omistajan puolesta toimivasta asiamiehestä *sekä tämän antama kirjallinen vakuutus siitä, ettei arvo-osuuksien todellinen omistaja ole suomalainen luonnollinen henkilö tai suomalainen yhteisö tai säätiö*. Kyseiset tiedot on pyynnöstä annettava myös liikkeeseenlaskijalle.

Suomen lainsäädäntö ei sisällä sanktioita, joita voitaisiin määrätä hallintarekisteröintikieltoa rikkoville suomalaisille, eikä Fivalle ole annettu tällaista valvontaa koskevia tehtäviä. Sen sijaan tilinhoitajat sisällyttävät vakiintuneesti asiakkaidensa kanssa solmimiin säilytys-sopimuksiin sekä tilinavausdokumentaatioonsa selkeät maininnat siitä, ettei suomalaisten sijoittajien varoja saa hallintarekisteröidä. Sopimuksissa asiakkaat myös tavallisesti sitoutuvat noudattamaan paikallista lainsäädäntöä ja markkinakäytäntöä.

Tällaiseen vain suomalaisiin sijoittajiin kohdistuvaan hallintarekisteröintikieltoon liittyy merkittävää oikeudellista epävarmuutta. On epäselvää, kuinka Suomen lainsäädännön ja erityisesti hallintarekisteröintikiellon näkökulmasta tulisi tulkita tilannetta, jossa suomalainen sijoittaja hankkii omistukseensa suomalaisia osakkeita toisessa EU-jäsenvaltiossa sijaitsevan osakevälittäjän kautta ja säilyttää osakkeita ulkomaisen alisäilyttäjän kautta hallintarekisterissä. Julkisuudessa ovat olleet esillä etenkin alankomaalaiset välittäjät Degiro ja Lynx, jotka ovat tarjonneet osakevälityspalveluita suomalaisille sijoittajille. Sikäli kun suomalaiset ovat käyttäneet tällaisia palveluita, ei omistus välttämättä ole identifioitunut Suomen arvopaperikeskuksen suorassa omistajarakenteessa.

Olennaista on, että vaikka sääntelyn tehokkuus perustuu näin ollen yksityisoikeudelliseen sopimukseen viranomaisvalvonnan ja sanktioiden sijaan, AOJSL:n 4:4.3:n sääntö on ollut tehokas keino vähentää ulkomaisten osakevälittäjien ja säilyttäjien halukkuutta tarjota palveluitaan suomalaisille sijoittajille.

---

23 HE 104/1990, 51.



Suomen lainsäädäntö asettaa myös ulkomaisia osakevälittäjiä käyttävät suomalaiset sijoittajat, joiden lukumäärästä ei ole saatavilla luotettavaa tietoa, eriarvoiseen asemaan suhteessa ulkomaisiin sijoittajiin. Vaikka tällaista sijoittajaa ei voida rangaista Suomen lain mukaan, vaikuttaa hallintarekisteröintikielto suoraan osakkeesta johtuvien oikeuksien käyttämiseen. Jotta hallintarekisteröidyn osakkeen omistaja voisi esimerkiksi osallistua yhtiökokoukseen, tulee todellisen osakkeenomistajan ilmoittautua merkittäväksi tilapäisesti osakasluetteloon (AOJSL 4:4.2; OYL 5:6.3 ja 5:6 a). Suomalaisen sijoittajan ilmoittaminen tilapäiselle osakasluettelolle voitaisiin jopa tulkita ulkomaisen säilyttäjän sopimusrikkomukseksi suhteessa suomalaiseen EFin osapuolena toimivaan tilinhoitajayhteisöön. Lisäksi suomalaisen sijoittajan hallintarekisteröinti kävisi ilmi osakkeisiin liittyvän tuotonmaksun yhteydessä, mikäli asiakkaan veromaatiedoksi ilmoitettaisiin Suomi (ks. osio 5.4).

Hallintarekisteröintikielto vaikuttaa siten paitsi ulkomaisten palveluntarjoajien halukkuuteen tarjota palveluitaan suomalaisille sijoittajille, myös suomalaisten sijoittajien halukkuuteen sijoittaa suomalaisiin yhtiöihin ulkomaisten välittäjiensä kautta. Tämän vuoksi ei ole yllättävää, että tilanteet, joissa suomalaisia sijoittajia paljastuu suomalaisten yhtiöiden hallintarekisteröidyistä osakkeenomistajista, ovat harvinaisia.

Osiossa 4 arvioidaan, ovatko mainitut Suomen lainsäädännössä omaksutut säännöt ja käytännöt EU:n perussopimusten mukaisia vai rajoittavatko ne perussopimusten vastaisesti palveluiden ja pääomien vapaata liikkuvuutta. Tämä kysymys on olennainen julkisuuskysymyksen kannalta, koska osakeomistuksen julkisuuden pysyminen nykytasolla riippuu pitkälti siitä, että suomalaiset osakesijoittajat käyttävät jatkossakin Suomen arvopaperikeskuksen osapuolina toimivien tilinhoitajayhteisöjen palveluja.

## 3.2. APK-asetus ja Suomen suoran omistuksen järjestelmä

APK-asetuksen voimaantuloon liittyvät lainsäädäntötoimet toteutettiin Suomessa lailla, jota koskeva hallituksen esitys annettiin 17.3.2016. Asetus on kuitenkin ollut suoraan sovellettavaa Unionin lainsäädäntöä jo syyskuusta 2014, jolloin se astui voimaan. EU-tuomioistuimen vakiintuneen oikeuskäytännön mukaan

asetusten säännöksillä on niiden luonteen ja niillä yhteisön oikeuslähteiden järjestelmässä olevan tehtävän nojalla yleensä välitön oikeusvaikutus kansallisissa oikeusjärjestyksissä ilman, että kansallisten viranomaisten olisi ryhdyttävä

täytäntöönpanotoimiin. On totta, että mainittujen asetusten tiettyjen säännösten täytäntöönpano voi kuitenkin edellyttää, että jäsenvaltiot toteuttavat tällaisia toimia.<sup>24</sup>

Arvopaperikeskukset muodostavat yhdessä niin sanottujen keskusvastapuolien kanssa arvopaperimarkkinoiden keskeisen infrastruktuurin, jonka tarkoituksena on turvata arvopaperien liikkeeseenlaskujen eheys sekä arvopaperitoimitusten sujuvuus ja luotettavuus. Rajat ylittävät selvitykset ovat EU:ssa lisääntyneet, mutta arvopaperikeskusten palveluiden markkinat ovat edelleen hyvin kansallisia eikä markkinoiden yhdentymistä ole juurikaan tapahtunut.<sup>25</sup> EU:ssa on edelleen yli 30 arvopaperikeskusta ja kaksi kansainvälistä arvopaperikeskusta (Clearstream Banking Luxembourg ja Euroclear Bank), jotka erikoistuvat kansainvälisiin velkaemissioihin. Esimerkiksi Yhdysvalloissa on vain kaksi arvopaperikeskusta (Fedwire Securities Service ja Depositary Trust Company DTC). Kasvava kilpailu markkinainfrastruktuurien tarjoajien välillä on yleisesti madaltanut arvopaperikauppojen selvitys-, säilytys- ja kaupankäyntikustannuksia Euroopassa, mutta se ei ole vaikuttanut yhtä merkittävästi jäsenvaltioiden rajat ylittävien tapahtumien hintaan.<sup>26</sup>

APK-asetus pyrkii harmonisoimaan arvopaperikeskusten toimintoja koskevia kansallisia sääntöjä sekä lisäämään kilpailua arvopaperikeskusten välillä. Tavoitteena on, että kaikilla unionin sijoittajilla olisi yhtäläinen mahdollisuus sijoittaa kaikkiin unionin arvopapereihin yhtä helposti kuin kotimaisiin arvopapereihin.<sup>27</sup> Keskeisessä asemassa kilpailun avaamisessa ovat APK-asetuksen 23 artiklan mukainen arvopaperikeskusten vapaus tarjota palveluja toisessa jäsenvaltiossa ilman, että ne joutuvat noudattamaan erilaisia kansallisia vaatimuksia (esimerkiksi koskien arvopaperikeskusten valvontaa, organisointia tai riskejä) sekä 49 artiklan mukainen vapaus arvopapereiden liikkeeseenlaskuun missä tahansa toimiluvan saaneessa arvopaperikeskuksessa.

### **APK-asetuksen 23 artikla**

APK-asetuksen 23 artikla muodostaa niin sanotun EU-passijärjestelmän, jonka mukaan palveluiden tarjoaminen toiseen jäsenvaltioon edellyttää ainoastaan määrätynlaisen ilmoituksen tekemistä kotijäsenvaltion toimivaltaisille viranomaisille (23(3) artikla). Ilmoituksen

24 Asia C-278/02 Handlbauer, (2004) ECR I-06171, kohdat 25-26.

25 Euroopan komissio, Commission Staff Working Document, Impact assessment accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on improving securities settlement in the European Union and on Central Securities Depositories (CSDs) and amending Directive 98/26/EC, SWD/2012/0022 - COD 2012/0029, 8-9.

26 Oxera report, Monitoring prices, costs and volumes of trading and post-trading services (MARKT/2007/02/G). Report prepared for European Commission DG Internal Market and Services, May 2011.

27 Asetus 909/2014/EU (APK-asetus), johdantolause 4; Euroopan komissio, Regulation on securities settlement and on Central Securities Depositories in the EU ('CSD Regulation') – Frequently Asked Questions, Brussels, 16 April 2014.

saatuaan kyseisen viranomaisen tulee kolmen kuukauden kuluessa ilmoittaa tiedot vastaanottavan jäsenvaltion toimivaltaiselle viranomaiselle (23(4) artikla). Palveluiden tarjoaminen voi pääsääntöisesti alkaa, kun vastaanottavan jäsenvaltion viranomainen ilmoittaa vastaanottaneensa tiedot, ja joka tapauksessa viimeistään kolmen kuukauden kuluttua ilmoituksen lähetyspäivästä (23(6) artikla).

### **APK-asetuksen 49 artikla**

APK-asetuksen 49 artiklan mukaan jokaisella liikkeeseenlaskijalla on oikeus rekisteröidä kauppapaikalla kaupankäynnin kohteena olevat arvopaperinsa missä tahansa arvopaperikeskuksessa riippumatta siitä, mihin jäsenvaltioon se on sijoittunut (49(1) artikla). Rekisteröintipyynnö on käsiteltävä ripeästi ja syrjimättömästi ja siihen on vastattava kolmen kuukauden kuluessa (49(2) artikla). Arvopaperikeskus voi kieltäytyä tarjoamasta palveluitaan vain kattavan riskiarvioinnin perustella tai siksi, ettei se voi liikkeeseenlaskijan kotijäsenvaltion yhtiöoikeudesta tai vastaavasta lainsäädännöstä johtuen tarjota liikkeeseenlaskijalle niin sanottua notariaattipalvelua (eli arvopaperien ensimmäistä kirjaamista arvo-osuusjärjestelmään). Liikkeeseenlaskijalla on oikeus valittaa palveluidensa tarjoamisesta kieltäytyneen arvopaperikeskuksen menettelystä toimivaltaiselle viranomaiselle (49(3) artikla).

### **Arvopaperikeskusten väliset linkit**

Lisäksi APK-asetus edesauttaa arvopaperikeskusten välisten yhteyksien tai linkkien (*CSD links*) rakentamista. Linkit mahdollistavat arvopaperien siirron arvopaperikeskusten välillä. Yhteys voidaan muodostaa joko siten, että yhdestä arvopaperikeskuksesta tulee toisen arvopaperikeskuksen osapuoli (suora linkki) tai siten, että arvopaperikeskus saa epäsuoran pääsyn toiseen arvopaperikeskukseen välittäjänä toimivan osapuolen kautta (epäsuora linkki). Suoria linkkejä voi olla monenlaisia, esimerkiksi vakioituja tai räätälöityjä.<sup>28</sup> APK-asetuksen mukaan toinen arvopaperikeskus voi vain rajoitetuin edellytyksin kieltäytyä linkkien muodostamisesta.

Mikäli soveltuva yhteys muodostettaisiin Suomen arvopaperikeskuksen ja ulkomaisen arvopaperikeskuksen välillä, suomalaiset henkilöt voisivat periaatteessa sijoittaa suomalaisiin osakkeisiin käyttämällä myös ulkomaisten arvopaperikeskusten ja näiden osapuolten palveluja. Tällöin tiedot osakeomistuksesta olisivat ulkomaisen arvopaperikeskuksen rekistereissä. AOJSL 4:4.3:n hallintarekisteröintikielto soveltuu kuitenkin myös tällaisiin tilanteisiin, mikäli ulkomainen arvopaperikeskus rekisteröisi Suomen arvopaperikeskuksessa osakkeet omissa nimissään olevalle omaisuudenhoitotilille (ks. osio 5.1).

---

28 APK-asetus, johdantolause 29.

## Suomen suoran omistuksen järjestelmä ja APK-asetuksen 38 artikla

APK-asetus asettaa tiettyjä haasteita Suomen suoran omistuksen järjestelmälle sekä julkisuusperiaatteelle. Jos esimerkiksi suomalainen yhtiö päättäisi laskea osakkeitaan liikeseen toisen jäsenvaltion arvopaperikeskuksessa, osakasluettelo ei enää olisi julkisesti saatavilla Suomen arvopaperikeskuksessa. Tällaisissa tilanteissa osakasluettelo olisi pääsääntöisesti saatavilla vain yhtiön pääkonttorissa. Viranomaisten tiedonsaanti on kuitenkin pyritty turvaamaan vielä erillisellä säännöksellä: mikäli suomalainen yhtiö käyttää oikeuttaan valita ulkomainen arvopaperikeskus, sen on tehtävä erillinen sopimus osakkeiden tai osuuksien omistajia koskevien tietojen luovutuksesta viranomaisille (AOJSL 6:2). Sopimuksen tulee sisältää määräykset, joiden nojalla ulkomainen arvopaperikeskus, sen kanssa samaan konserniin kuuluva yhteisö tai arvopaperikeskuksen osapuoli toimittaa viipymättä yhtiölle osakkeen ja osuuden omistajista OYL:n edellyttämät tiedot. OYL 3:15.2:n mukaan vaadittavia tietoja ovat osakkeenomistajan tai hallintarekisteröinnin hoitajan nimi, henkilötunnus taikka muu yksilöintitunnus, yhteys-, maksu- ja verotustiedot, osakkeiden lukumäärä osakelajeittain sekä se arvopaperikeskuksen osapuoli, jonka hoidossa olevalle arvo-osuustilille osakkeet on kirjattu. Osakeyhtiön on toimitettava sopimus etukäteen Fi-valle tiedoksi.

Tämä selvityksen kannalta oleellinen kysymys on, voidaanko Suomen lainsäädännössä turvata, että yhtiön itsensä pitämä (tai tämän valitseman muun palveluntarjoajan pitämä) osakasluettelo sisältää myös tulevaisuudessa vähintään yhtä kattavat ja ajantasaiset omistajatiedot kuin nykyään. Tämän kysymyksen tulkinnassa keskeisessä asemassa on APK-asetuksen 38 artikla, joka asettaa tiettyjä asiakaserottelua koskevia vaatimuksia. Artiklan mukaan arvopaperikeskusten osapuolten tulee tarjota asiakkailleen sekä yhteisasiakaserottelua (ns. laaritilit; Suomessa omaisuudenhoitotilit) että yksilöllistä asiakaserottelua, eli tilejä joille on kirjattu vain yhden asiakkaan arvopapereita. Asiakkaille tulee olla vähintään mahdollisuus valita yhteisasiakaserottelun ja yksilöllisen asiakaserottelun välillä, ja heille tulee antaa tarvittavat tiedot vaihtoehtoihin liittyvistä kustannuksista ja riskeistä (artikla 38, kohdat 3–5).

### 3.3. APK-asetuksen “Suomi-poikkeuksen” tulkinta

Asiakaserottelua koskeva APK-asetuksen 38 artikla sisältää seuraavan poikkeuksen:

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 veloitetta sovelletaan niin pitkään kuin kansallista lainsäädäntöä ei ole muutettu tai kumottu ja sen tavoitteet ovat edelleen voimassa. (38 artiklan 5 kohdan toinen alakohta)

Poikkeus tunnetaan Suomessa myös ”Suomi-poikkeuksena” mahdollisesti siksi, että Suomessa oli kyseisenä ajankohtana sen kriteerit täyttävää lainsäädäntöä.

Suomi-poikkeus on EU-lainsäädännölle harmillisen tyyppinen poliittinen fragmentti, jonka tarkoitus, sisältö ja suhde APK-asetuksen muihin säännöksiin on korostetun ongelmallinen. Tämän on todennut myös EU:n neuvoston oikeuspalvelu, joka piti poikkeusta täytäntöönpanokelvottomana, syrjivänä ja EU:n perussopimusten vastaisena.<sup>29</sup> Suomessa on käyty paljon keskustelua APK-asetuksen täytäntöönpanon yhteydessä siitä, mikä poikkeuksen todellinen merkitys on ja kuinka sitä tulisi tulkita suhteessa asetuksen muihin tavoitteisiin kuten 49 ja 23 artiklojen tarkoittamiin vapauksiin. Poikkeus näyttää ensinnäkin selvästi mahdollistavan sen, että Suomessa säilytetään nykyinen suoran omistuksen järjestelmä, joka kieltää hallintarekisteröinnin sekä yhteistilien käytön kotimaisille sijoittajille. Toisin sanoen APK-asetus ei estä ylläpitämästä puhtaasti kotimaista hallintarekisteröintikieltoa. Yhtä selvää tosin on, että poikkeuksen sisältämä ”sellaisena kuin se on voimassa 17 päivänä syyskuuta 2014” -vaatimus ikään kuin jäädyttää Suomen lainsäädännön tältä osin, ja aiheuttaa oikeudellista epäselvyyttä suhteessa siihen, minkälaisia muutoksia Suomen suoran omistuksen järjestelmään voidaan tehdä.

Suomessa päädyttiin joka tapauksessa ottamaan käyttöön 38(5) artiklan sisältämä poikkeus. APK-asetuksen täytäntöönpaneuvassa hallituksen esityksessä asiasta todetaan seuraavaa:

Esityksessä ehdotetaan, että Suomessa pidetään voimassa nykyinen sääntely, jolloin 38 artiklan 5 kohdan mukaista poikkeusta on sovellettava. Suomalaisten sijoittajien suomalaiset osakeomistukset tulisi jatkossakin kirjata suoraan hallituille arvo-osuustileille Suomessa toimivassa arvopaperikeskuksessa. Poikkeussääntö esitetään sovellettavaksi, jotta omistuksen yleisöjulkisuus ja viranomaisten tietojensaanti voidaan pitää Suomessa vähintään nykytasolla.<sup>30</sup>

Hallituksen esitys sekä eduskunnan sen perusteella hyväksymät lait eivät kuitenkaan suoraan rajoita liikkeeseenlaskijoiden oikeutta valita ulkomainen arvopaperikeskus, riippumatta siitä tarjoaako kyseinen arvopaperikeskus Suomen kaltaista suoran omistuksen

29 Coreperin pöytäkirja 7030/14, Brysseli 14.3.2014, 13.

30 HE 28/2016 vp, 22.

mallia vai ei. Hallituksen esityksen valmistelussa omaksuttiin tulkinta, jonka mukaan APK-asetus "ei pakota tarjoamaan muissa jäsenvaltioissa suoran omistuksen järjestelmää, vaan yksilöllisen asiakaserottelun tarkempi sisältö riippuu kunkin jäsenvaltion kansallisesta lainsäädännöstä."<sup>31</sup> Tätä tulkintaa, jonka myös eduskunnan talousvaliokunta hyväksyi,<sup>32</sup> on pidettävä oikeana. Tulkinta saa epäsuoraa tukea myös Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen (EAMV) 30.5.2018 päivittämästä kysymyksiä ja vastauksia -dokumentista. Dokumentissa todetaan, että APK-asetus ei määrittele yksilöllisen asiakaserottelun tarkempaa sisältöä: yksilöllisesti erotellut tilit voivat joko sisältää tai olla sisältämättä tiedon osapuolen asiakkaasta. Edelleen vaikka arvopaperikeskus tarjoaisi sekä osapuolen asiakkaan (joka voi olla todellinen sijoittaja tai alisäilyttäjä) identifioivaa eroteltua tiliä että hallintarekisteröityä tai muun kaltaista eroteltua tiliä, ei tämä tarkoittaisi, että arvopaperikeskuksen osapuolten olisi tarjottava asiakkailleen molempia tilejä. Artikla 38 edellyttää ainoastaan, että osapuoli tarjoaa asiakkailleen jonkinlaista eroteltua tiliä ottaen huomioon soveltuvan kansallisen lainsäädännön.<sup>33</sup> Myös oikeusministeriö on lausunnossaan todennut, että artiklan 38(5) poikkeus "ei näytä velvoittavan ulkomaista arvopaperikeskusta tarjoamaan sellaisia suoria tilejä, joiden perusteella arvopaperikeskuksella olisi tieto loppusijoittajan henkilöllisyydestä."<sup>34</sup>

Lakien valmistelussa omaksutun kannan mukaan Suomi-poikkeusta ei voida tulkita myöskään niin, että suomalaisia liikkeeseenlaskijoita voitaisiin vaatia käyttämään vain sellaisia arvopaperikeskuksia, joissa on käytössä Suomen kaltainen suoran omistuksen järjestelmä. Tämä olisi ristiriidassa asetuksen salliman liikkeeseenlaskijan valintaoikeuden kanssa.<sup>35</sup> Vastakkaisiakin tulkintoja on kuitenkin esitetty,<sup>36</sup> minkä lisäksi esimerkiksi Norjassa on tulkittu poikkeusta huomattavan laajasti ja rajoittavasti. Epäselvyys liittyy ennen kaikkea APK-asetuksen ja kansallisen yhtiöoikeuden väliseen epäselvään suhteeseen. Asetus ei harmonisoi jäsenvaltioiden yhtiöoikeutta, vaan sitä sovelletaan edelleen myös sellaisiin osakkeisiin, jotka on liitetty ulkomaiseen arvopaperikeskukseen. Tämä koskee todennäköisesti myös osakasluettelon pitoa ja julkisuutta koskevia säännöksiä.

Hallituksen esityksessä 28/2016 kuitenkin päädyttiin tulkintaan, jonka mukaan osakasluettelon pitoa ja osakasluettelojen julkisuutta koskevat säännöt eivät voi velvoittaa

31 HE 28/2016 vp, 16.

32 Valiokunnan mietintö TaVM 7/2017 vp.

33 Ks. ESMA, Questions and Answers – Implementation of the Regulation (EU) No 909/2014 on improving securities settlement in the EU and on central securities depositories, vastaukset kysymyksiin 5 (d) ja 5(e).

34 Oikeusministeriön lausunto eduskunnan talousvaliokunnalle hallituksen esityksestä laiksi arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta sekä eräksi siihen liittyviksi laeiksi (HE 28/2016 vp), 25.4.2016.

35 Ks. myös oikeusministeriön lausunto eduskunnan talousvaliokunnalle hallituksen esityksestä laiksi arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta sekä eräksi siihen liittyviksi laeiksi (HE 28/2016 vp), 25.4.2016, 2-3.

36 Ks. Euroclear Finlandin lausunto eduskunnan talousvaliokunnalle hallituksen esityksestä laiksi arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi, Helsinki, 5.4.2016, 5.

ulkomaisia arvopaperikeskuksia, vaan niiden tulee noudattaa vain kotipaikkansa lainsäädäntöä ja APK-asetusta.<sup>37</sup> Tämä tulkinta lienee oikea. APK-asetus toteaa selvästi, että kansallinen yhtiöoikeus ei saa rajoittaa liikkeeseenlaskijan 49 artiklan mukaista valinnanvapautta (49 artiklan 1 kohdan toinen alakohta). Tulkinta voidaan johtaa myös EU-oikeuden periaatteista: tilanteessa, jossa Unionin johdetun oikeuden tekstiä voidaan tulkita useammalla kuin yhdellä tavalla, on etusija annettava tulkinnalle, joka on sopusoinnussa perustamissopimusten kanssa.<sup>38</sup>

Yhtiön valintaoikeuden rajoittaminen Suomen yhtiöoikeudellisen julkisuusperiaatteen nojalla tulkittaisiin siten mitä todennäköisimmin APK-asetuksen vastaiseksi. Eri asia on se, että toisissa jäsenvaltioissa sijaitsevat arvopaperikeskukset voivat kansallisen yhtiöoikeuden ja APK-asetuksen väliseen suhteeseen liittyvän oikeudellisen epävarmuuden takia kieltäytyä tarjoamasta palveluitaan suomalaiselle yhtiölle (APK-asetus, artikla 49(3)). Tähän Suomi ei voi kuitenkaan kansallisella lainsäädännöllään vaikuttaa.

### 3.4. Yhteenvetoa

Tässä selvityksessä kartoitetaan lainsäädännöllisiä keinoja turvata suoran omistuksen tasoinen omistustietojen julkisuus Suomessa. Kuten edellisessä osiossa kuvattiin, sijoituspalveluiden vapaa liikkuvuus EU:ssa sekä APK-asetuksen avaama arvopaperikeskuspalveluiden kilpailu asettavat mahdollisesti tiettyjä haasteita pörssiyhtiöiden omistustietojen julkisuudelle. Ensinnäkin omistus- sekä kauppätiedot voivat siirtyä Suomen ulkopuolelle, jos suomalaiset sijoittajat käyttävät ulkomaisia osakevälitys- ja säilytyspalveluita suomalaisten palveluntarjoajien sijaan. Toisaalta APK-asetuksen takia on mahdollista, että tulevaisuudessa suomalaiset yhtiöt ja sijoittajat alkavat käyttää ulkomaisia arvopaperikeskuksia, mikä myös johtaisi siihen, että omistajatietoja ei nykyisessä laajuudessaan olisi saatavilla keskitetysti Suomen arvopaperikeskuksesta.

Jotta Suomessa voitaisiin ylläpitää nykyisen tasoinen osakeomistuksen julkisuus, tulisi Suomen pystyä tehokkaasti rajoittamaan osakkeiden omistus- ja kauppätietojen liikkumista muihin EU:n jäsenvaltioihin. Seuraavassa osiossa tarkastellaan, missä määrin, jos lainkaan, tämä on mahdollista ottaen huomioon Unionin perussopimusten määräykset ja EU-tuomioistuimen sisämarkkinavapauksia koskeva oikeuskäytäntö. Arviossa keskitytään erityisesti siihen, onko nykyisellä hallintarekisteröintikiellolla edellytyksiä turvata julkisuusastetta myös jatkossa.

37 HE 28/2016, 21.

38 Asia C-205/84 Commission v Germany (1986) ECR 3755, kohta 62.

## 4. Yhtiöoikeudellisen avoimuusperiaatteen ja hallintarekisteröintikiellon EU-oikeudellinen arviointi

### 4.1. Johdanto

Kuten edellisessä osiossa todettiin, Suomella on vähän, jos lainkaan, mahdollisuuksia kansallisin lainsäädäntötoimin rajoittaa APK-asetukseen perustuvaa liikkeeseenlaskijan vapautta valita ulkomainen arvopaperikeskus. Asetuksessa todetaan selvästi, että kansallisen yhtiöoikeuden säännöt eivät voi tätä vapautta rajoittaa.

Tulkinnanvaraisempaa APK-asetuksen säännösten perusteella on, voisiko Suomi lainsäädännössään kieltää suomalaisia *sijoittajia* ostamasta sellaisia suomalaisten yhtiöiden osakkeita, jotka on laskettu liikkeelle muussa kuin suoran omistuksen järjestelmässä ulkomailla. Oikeusministeriön tulkinnan mukaan tämä olisi ongelmallista muun muassa siksi, että kiellon voitaisiin katsoa tosiasiallisesti rajoittavan asetuksen mukaista liikkeeseenlaskijan valinta-oikeuden käyttöä.<sup>39</sup> Palveluntarjoajan näkökulmasta tällaista kieltä voisi arvioida myös mahdollisena rajoituksena EU:n perussopimusten turvaamaan palveluiden vapaaseen liikkuvuuteen. EUT-sopimuksen artikla 56 kieltää kaikki sellaiset kansalliset rajoitukset, jotka koskevat muuhun jäsenvaltioon kuin palveluiden vastaanottajan valtioon sijoittautuneen jäsenvaltion kansalaisen vapautta tarjota palveluja unionissa.

Toisaalta kansallista lainsäädäntöä, jolla estettäisiin suomalaisia sijoittajia (mukaan lukien toisessa jäsenvaltiossa pysyvästi asuvat suomalaiset) sijoittamasta ulkomaisen arvopaperikeskuksen valinneeseen suomalaiseen yhtiöön, voitaisiin pitää myös pääomien vapaan

---

<sup>39</sup> Oikeusministeriön lausunto Eduskunnan talousvaliokunnalle hallituksen esityksestä laiksi arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta sekä eräiksi siihen liittyviksi laeiksi (HE 28/2016 vp), 25.4.2016, 3.



liikkuvuuden rajoituksena. EUT-sopimuksen artikla 63 kieltää kaikki rajoitukset, jotka koskevat pääomanliikkeitä jäsenvaltioiden välillä taikka jäsenvaltioiden ja kolmansien maiden välillä. Artiklassa termi pääoma ymmärretään laajasti. Se sisältää sekä suorat sijoitukset että kiinteistösijoitukset, mutta myös sijoitukset pääomamarkkinoilla kaupankäynnin kohteena oleviin arvopapereihin, kuten osakkeisiin. Lisäksi artikla soveltuu arvopaperien liikkeeseenlaskuun sekä listalle ottoon.<sup>40</sup> Pääomaliikkeiden rajoituksia voivat ovat esimerkiksi jäsenvaltion toteuttamat sellaiset toimenpiteet, joiden vuoksi sen alueella asuvat henkilöt voivat olla vähemmän halukkaita tekemään sijoituksia toisissa jäsenvaltioissa.

Edellä osiossa 3.1 todettiin, että mikäli suomalainen sijoittaja käyttäisi toiseen jäsenvaltioon sijoittautunutta osakevälittäjää tai alisäilyttäjää, ei hän hallintarekisteröintikiellon vuoksi todennäköisesti voisi täysimääräisesti käyttää osakkeisiin liittyviä oikeuksiaan Suomen arvo-osuusjärjestelmässä. Tältä osin myös hallintarekisteröintikiellon voisi tulkita rajoittavan pääomien vapaata liikkuvuutta.

Muilta osin hallintarekisteröintikieltoa on arvioitava lähinnä rajoituksena palveluiden vapaaseen liikkuvuuteen. Tässä tarkastelun kohteena ovat erityisesti osakevälitys- ja säilytyspalveluiden vapaa liikkuvuus, joita koskeva sääntely on kattavasti harmonisoitu EU:ssa MiFID-sääntelyllä. Palveluiden vapaa liikkuvuus kattaa paitsi vapauden tarjota palveluita toisessa jäsenvaltioissa, myös vapauden vastaanottaa palveluita toisessa jäsenvaltiossa.<sup>41</sup> EUT-sopimuksen artikla 56 kattaa myös tilanteet, joissa sen enempää palveluntarjoaja kuin vastaanottajakaan eivät fyysisesti ylitä jäsenvaltioiden rajoja, vaan palvelu itsessään tarjotaan rajan yli esimerkiksi internetin välityksellä. Tämä on nykyään yhä tyypillisempää myös rahoituspalveluiden osalta (esim. internet-pohjainen osakevälitys ja -säilytys).

Tässä osiossa tarkastellaan näitä mahdollisia sisämarkkinavapauksien rajoituksia ja niiden mahdollista oikeutusta.

## 4.2. Perusvapauksien rajoitusten arviointi: Gebhard-testi

Arvioidessaan perusteita poiketa EU:n perussopimusten turvaamista perusvapauksista – eli sijoittautumisvapaudesta sekä tavaroiden, palveluiden, henkilöiden ja pääoman vapaasta liikkuvuudesta – EU-tuomioistuin ottaa huomioon useita kriteereitä. Tapauksessa *Gebhard*, tuomioistuin tiivistä vaatimukset seuraavasti:

40 Neuvoston direktiivi 88/361/ETY, annettu 24 päivänä kesäkuuta 1988, perustamissopimuksen 67 artiklan täytäntöönpanosta (Liite 1). OJ L 178, 08/07/1988 0005 – 0018.

41 Asiat C-286/82 ja C-26/83 Luisi and Carbone v Ministero del Tesoro (1984) ECR 377.

Yhteisöjen tuomioistuimen oikeuskäytännön mukaan sellaisten kansallisten toimenpiteiden, jotka voivat haitata perustamissopimuksessa taattujen perusvapauksien käyttämistä tai tehdä näiden vapauksien käyttämisestä vähemmän houkuttelevaa, on kuitenkin täytettävä neljä edellytystä: niitä on sovellettava ilman syrjintää, niitä on voitava perustella yleiseen etuun liittyvillä pakottavilla syillä, niiden on oltava omiaan takaamaan niillä tavoiteltavan päämäärän toteuttaminen, eivätkä ne saa puuttua perusvapauteen enempää kuin mikä on tarpeen tämän päämäärän saavuttamiseksi.<sup>42</sup>

Tämä niin kutsuttu *Gebhard-testi* siis kiinnittää huomioita siihen, onko kansallinen toimenpide 1) syrjivä, 2) perusteltavissa yleiseen etuun liittyvillä pakottavilla syillä, 3) soveltuva ja tehokas ja 4) oikeasuhtainen. Gebhard-testiä sovelletaan vakiintuneesti myös muiden sisämarkkinavapauksien, kuten pääomien vapaan liikkuvuuden, ollessa kyseessä.

### 4.3. Syrjimättömyysvaatimus ja market access -testi

Syrjimättömyysperiaate edellyttää, että jäsenvaltiot eivät suosi kotimaisia palveluita muista jäsenvaltioista peräisin olevien palveluiden kustannuksella.<sup>43</sup> Lähtökohtana on, että rajoitukset, jotka kohtelevat eri jäsenvaltion kansalaisia tai oikeushenkilöitä eri tavoin, ovat itsessään EUT-sopimuksen artiklan 56 (palveluiden vapaa liikkuvuus) vastaisia, ja ne voidaan oikeuttaa vain artiklassa 52 luetelluilla nimenomaisilla poikkeuksilla eli yleisen järjestyksen tai turvallisuuden taikka kansanterveyden perusteella.<sup>44</sup>

Hallintarekisteröintikielto syrjii välillisesti ulkomaisia palveluntarjoajia: niiden tulisi käytännössä liittyä EFin osapuoleksi voidakseen tarjota osakevälitys- ja säilytyspalveluita suomalaisille sijoittajille. Vaatimus hankaloittaa sijoituspalveluiden tarjoamista Suomeen toisesta jäsenvaltiosta tai tekee tästä ainakin vähemmän houkuttelevaa. Toisaalta hallintarekisteröintikielto syrjii suoraan suomalaisia sijoittajia, koska hallintarekisteröinti on sallittu taloudellisin perustein muiden jäsenvaltioiden ei-suomalaisille sijoittajille. Tässä tapauksessa kyse on niin sanotusta käänteisestä syrjinnästä, jota koskevia ongelmia EU-tuomioistuin on käsitellyt lähinnä EU-kansalaisuuteen ja perheen yhdistämiseen liittyvien tapausten yhteydessä.<sup>45</sup>

42 Asia C-55/94 Reinhard Gebhard v Consiglio dell'Ordine degli Avvocati e Procuratori di Milano (1995) ECR I-4165, kohta 37.

43 Raitio, Juha, Eurooppaoikeus ja sisämarkkinat (Talentum, Helsinki 2013), 317, 592-593.

44 EUT-sopimuksen 62 artiklan mukaan mitä 51–54 artiklassa määrätään sijoittautumisoikeudesta, sovelletaan myös palveluiden vapaata liikkuvuutta koskevassa luvussa tarkoitettuihin kysymyksiin.

45 Sánchez, Sara Iglesias, Purely Internal Situations and the Limits of EU Law: A Consolidated Case Law or a Notion to be Abandoned? 14 European Constitutional Law Review 7 (2018), 10-13.

EU-tuomioistuimen oikeuskäytännössä raja suoran ja epäsuoran syrjinnän välillä on kuitenkin häilyvä. Monia suoraan syrjiviä toimenpiteitä on arvioitu myös muilla kuin artiklassa 52 luetelluilla suhteellisen suppeilla perusteilla.<sup>46</sup> Tätä kehitystä on vahvistanut se, että myös palveluiden vapaassa liikkuvuudessa on alettu korostaa markkinoille pääsyä (*market access* -testi) syrjimättömyyden sijaan. Kuten tuomioistuin toteaa merkittävässä *Arblade*-tapauksessa, riittävää on, että rajoituksilla estetään toiseen jäsenvaltioon sijoittautuneen, siellä vastaavanlaisia palveluja lainmukaisesti tarjoavan henkilön toiminta, haitataan tätä toimintaa tai tehdään se vähemmän houkuttelevaksi.<sup>47</sup>

Tällä perusteella voidaan perustellusti esittää, että hallintarekisteröintikielto – ja erityisesti sen toteuttamistapa myös yksityisoikeudellisten sopimusten tasolla (ks. osio 3.1) – tekee osakevälitys- ja säilytyspalveluiden tarjoamisen suomalaisille sijoittajille muista jäsenvaltioista vähemmän houkuttelevaksi. Gebhard-testin mukaan seuraavaksi on siten tarkasteltava, onko kyseessä oleva rajoitus perusteltavissa yleiseen etuun liittyvillä pakottavilla syillä, ja onko rajoitus toisaalta tehokas sekä oikeasuhtainen.

#### 4.4. Yleiseen etuun liittyvät pakottavat syyt: julkisuusperiaatteen funktiot

EUT-sopimuksen 52 artiklassa lueteltujen nimenomaisten poikkeusten (poikkeukset yleisen järjestyksen ja turvallisuuden sekä kansanterveyden perusteella) lisäksi EU-tuomioistuin on oikeuskäytännössään sallinut myös muita oikeuttamisperusteita perusvapauksien rajoituksille. Tapauksessa *Alpine Investments*<sup>48</sup> tuomioistuin piti tarvetta ylläpitää rahoituspalvelusektorin hyvää mainetta sellaisena yleistä etua koskevana syynä, jonka perusteella voidaan mahdollisesti oikeuttaa rajoituksia palveluiden vapaalle tarjonnalle.

Tapauksessa Alankomaiden valtiovarainministeriö kielsi *Alpine Investments* -yhtiötä ottamasta yhteyttä puhelimitse yksityishenkilöihin erilaisten finanssipalveluiden tarjoamiseksi ilman näiltä ennalta saatua kirjallista suostumusta (nk. *cold calling*). Yhtiö oli alankomaalainen ja sen ainoa toimipaikka oli Alankomaissa, mutta yhtiöllä oli asiakkaita myös muissa jäsenvaltioissa. Kielto ulotettiin kuitenkin myös muiden jäsenvaltioiden alueelle Alankomaiden rahoituspalvelusektorin maineen suojaamiseksi sekä sijoituksia tekevän yleisön suojelemiseksi.<sup>49</sup> Vaikka kielto ei ollut syrjivä

46 Barnard, Catherine, *The Substantive Law of the EU: the Four Freedoms* (Oxford University Press, 2013), 383-384.

47 Yhdistetyt asiat C-369/96 ja C-376/96 Jean-Claude Arblade and Arblade & Fils SARL (C-369/96) and Bernard Leloup, Serge Leloup and Sofrage SARL (1998) ECR I-8453, kohta 33.

48 Asia C-384/93 *Alpine Investments v Minister van Financien* (1995) ECR I-1141.

49 Asia C-384/93, kohdat 9 ja 41.

eikä se suosinut kansallisille markkinoille sijoittautuneita, kuului se tuomioistuimen mukaan perustamissopimuksen 59 (nyk. 56) artiklan soveltamisalaan. Olennaista oli se, että toimilla oli rajoittava vaikutus rajat ylittävien palveluiden vapaaseen tarjontaan.<sup>50</sup> Rajoittavan päätöksen oikeutuksen suhteen tuomioistuin totesi, että ”rahoituspalvelusektorin hyvän maineen ylläpito voi siten olla sellainen yleistä etua koskeva syy, jonka perusteella rajoitusten asettaminen palveluiden vapaalle tarjonnalle voi olla oikeutettua.”<sup>51</sup> Kielto täytti myös suhteellisuusvaatimuksen: sitä ei voinut pitää epäasianmukaisena suhteutettuna tavoitteena olevaan rahoitusmarkkinoiden eheyden varmistamiseen.<sup>52</sup>

EU-tuomioistuimen oikeuskäytännössä myös useita muita yleiseen etuun kuten kuluttajansuojaan tai markkinoiden eheyteen perustuvia palveluiden tarjonnan rajoituksia on pidetty yhteensopivina EU:n perussopimusten kanssa, kunhan ne ovat toteuttaneet suhteellisuusperiaatteen vaatimukset. Tällaiset yleiseen etuun perustuvat oikeutukset (*general good exemptions*) voivat olla hyvin monimuotoisia eikä niitä ei ole määritelty tyhjentävästi.<sup>53</sup>

Tämän selvityksen kannalta olennaista siten on, mitkä ovat ne yleiseen etuun liittyvät kansalliset tavoitteet, joita hallintarekisteröintikiellolla ja yhtiöoikeudellisella julkisuusperiaatteella pyritään suojaamaan.

Laajaa julkisuutta on perusteltu hyvin erilaisin argumentein. Yksi keskeisimmistä perusteluista on ollut, että yleisöjulkisuus lisää pelkoa väärinkäytösten paljastumisesta, minkä vuoksi sillä olisi rikollista käyttäytymistä ennalta estävä eli yleispreventiivinen vaikutus. Tämän on otaksuttu pitävän paikkansa etenkin valtaa käyttävien tahojen ollessa kyseessä. Mainittua argumenttia on lausunnoissaan korostanut esimerkiksi Journalistiliitto ry.<sup>54</sup> Omistustietoja on käytetty myös sijoittajakäyttäytymistä koskevassa tutkimuksessa.<sup>55</sup> Verohallinto on toisaalta pitänyt laajaa hallintarekisteröinnin kieltä tarpeellisenä verovalvonnan tehokkuuden sekä verotuksen kustannustehokkaan toimittamisen

50 Asia C-384/93, kohdat 33 ja 35.

51 Asia C-384/93, kohta 44.

52 Asia C-384/93, kohdat 45 ja 49.

53 Pääomien vapaan liikkuvuuden rajoitusten osalta ks. esim. Barnard, *The Substantive Law of the EU: the Four Freedoms*, 601-603.

54 Kaikki lausunnot on ladattavissa valtiovarainministeriön hankesivulta VM033:00/2014 osoitteesta <https://vm.fi/hanke?tunnus=VM033:00/2014> (28.8.2018)

55 Arvopaperien säilytysmallien laajentumisen ja yhdentyvien markkinarakenteiden toteutumisen arviointi sekä arvopaperikeskusasetuksen täytäntöönpanon valmistelu. Työryhmämuistio VM 033:00/2014, 12.

näkökulmasta, viitaten tällöin erityisesti viranomaisen tiedonsaannin tarpeisiin eikä niinkään yleisöjulkisuuden tarpeisiin.<sup>56</sup>

Nämä useat eri sidosryhmien ja viranomaisten korostamat yhteiskuntapoliittiset tavoitteet havainnollistavat sitä, että yhtiöoikeudellisesta julkisuusperiaatteesta on muodostunut eräänlainen itsenäinen oikeudellinen periaate, jolla on monenlaisia funktioita eri yhteyksissä. Periaatetta on tulkittu jopa yhtä laajasti kuin julkisoikeudellista julkisuusperiaatetta. Jälkimmäisen mukaan asiakirjojen julkisuus on pääsääntö, josta voidaan poiketa vain poikkeuksellisesti eikä koskaan ilman laillista perustetta tai enempää kuin on tarpeen suojattavan edun vuoksi. Tällaista tulkintaa vasten esimerkiksi hallintarekisteröinnin salliminen ulkomaisille sijoittajille voitaisiin nähdä tietyin taloudellisin perustein oikeutettavana poikkeuksena yleisesti vaikuttavasta julkisuusperiaatteesta.

Tarkasteltaessa lähemmin yhtiöoikeudellisen julkisuusperiaatteen suhdetta erityisesti henkilötietojen suojaan, on osakasluetteloiden yleisöjulkisuutta kuitenkin pidettävä henkilötietojen suojan perusoikeudellisena rajoituksena. Tällaisten rajoitusten on täytettävä suhteellisuusvaatimus sekä oltava tarpeellisia tai jopa välttämättömiä määritellyn tavoitteen saavuttamiseksi. Suomessa tietosuojavaltuutetun toimisto on maininnut yhdeksi tällaiseksi oikeutetuksi tavoitteeksi sen selvittämisen, ketkä käyttävät todellista määräysvaltaa yhtiössä.<sup>57</sup>

Haasteellista Suomen yhtiöoikeudessa omaksutussa julkisuusperiaatteessa on se, että osakeyhtiöoikeuden lainsäädäntöhistoriasta on lainvalmisteluaineiston perusteella äärimmäisen haasteellista selvittää muutoksen taustalla vaikuttanutta lainsäätäjän tahtoa ja tarkoitusta. Sen enempää hallituksen esityksessä 27/1977 eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi kuin esityksen pohjan muodostaneessa laajassa komiteamietinnössä (1969: A 20)<sup>58</sup> ei arvioitu osakasluettelon yleisöjulkisuuden hyötyjä. Tämä ei sinänsä ole yllättävää, sillä vaikka mietintö ja hallituksen esitys molemmat ehdottivat laajennuksia osakeluettelon julkisuuteen, oikeus osakeluettelon tarkastamiseen rajattiin ehdotuksissa osakeomistajiin ja viranomaisiin.<sup>59</sup> Uudistuksen yksi päätavoite oli osakeyhtiötä koskevien julkisten tietojen lisääminen ja syventäminen, mutta tämä koski erityisesti yhtiön tilinpäätös- ja muuta taloudellista informaatiota. Näiden uudistusten tarkoituksena oli lisätä kiinnostusta osakesijoittamiseen ja siten helpottaa yhtiöiden omarahoitusmahdollisuuksien

56 Verohallinnon lausunto Eduskunnan talousvaliokunnalle hallituksen esityksestä eduskunnalle laiksi arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta sekä eräiksi siihen liittyviksi laeiksi, 8.4.2016.

57 Tietosuojavaltuutetun lausunto valtiovarainministeriölle luonnoksesta hallituksen esitykseksi laiksi arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta sekä eräiksi siihen liittyviksi laeiksi, 2.11.2015.

58 Komiteamietintö 1969: A 20.

59 Tosin hallituksen esityksessä lisäksi ehdotettiin, että oikeus tutustua luetteloihin voitiin tuomioistuimen puheenjohtajan päätöksellä tai kihlakunnantuomarin toimesta antaa myös muulle henkilölle kuten velkojalle tai sopiaosakemuseumille. HE 27/1977, 28.

lisäämistä.<sup>60</sup> Lisäksi osakeomistuksen läpinäkyvyyttä parannettiin luopumalla haltijaosakeista. Osakekirja tuli vastedes aina asettaa nimetylle henkilölle, jotta yhtiö itse voisi helpommin seurata yhtiön omistussuhteiden muutoksia.<sup>61</sup> Samalla otettiin käyttöön erillinen johdon ja johdon lähipiiriä koskeva sisäpiirirekisteri, ”jotta voitiin helpottaa niiden henkilöiden osakekauppojen julkista seurantaa, joilla usein on ennakkotietoja osakekurssiin vaikuttavista yhtiön asioista.”<sup>62</sup> Myöhemmin jälkimmäiset säännöt on otettu osaksi arvopaperimarkkinalainsäädäntöä.

Hallituksen esityksestä poiketen vuoden 1978 OYL:ssa kuitenkin omaksuttiin Ruotsissa käytössä ollut malli, jossa osake- ja osakasluettelo on pidettävä yhtiön pääkonttorissa jokaisen nähtävänä. Muutosta perusteltiin eduskunnan lakivaliokunnassa seuraavasti:

Osakeyhtiölainsäädännön uudistamisen eräitä päätavoitteita on osakeyhtiötä koskevien julkisten tietojen lisääminen. Lakiehdotuksen mukainen lupajärjestelmä, joka ei anna lain soveltajalle riittäviä ohjeita siitä, miten kysymyksessä olevaa harkintavaltaa olisi käytettävä (eli milloin esimerkiksi tuomioistuimen puheenjohtaja voisi myöntää pääsyn osakasluettelon tietoihin ulkopuoliselle), saattaisi käytännössä myös johtaa varsin erilaisiin ratkaisuihin eri tuomioistuimissa. Tämän vuoksi valiokunta ehdottaa säännöstä muutettavaksi siten että osakeluettelo ja osakasluettelo on pidettävä yhtiön pääkonttorissa jokaisen nähtävänä ja että jokaisella on myös oikeus saada luetteloista tai niiden osasta jäljennöksiä.<sup>63</sup>

Lakivaliokunnan perustelu osakasluettelon yleisöjulkisuuden osalta liittyi siten lähinnä lainkäytön ennustettavuuteen liittyviin ongelmiin. Perinteisen lainopin metodein on siis saatavissa vain vähän tietoa siitä, mitkä ovat olleet alkuperäiset yhteiskunnalliset intressit korkea-asteisen osakeomistuksen julkisuuden taustalla. Tämä todettiin myös vuoden 2006 osakeyhtiölainsäädännön uudistusta edeltäneessä valmistelussa. Viitaten 1978 OYL:ssa omaksutun yleisöjulkisuuden puutteellisiin ja epäselviin perusteluihin, osakeyhtiölakityöryhmä ehdottikin osake- ja osakasluetteloiden julkisuuden rajoittamista. Perusteena oli etenkin se, että merkittävien osakeomistusten julkistamisesta sekä sisäpiiriläisten omistusten julkisuudesta on sittemmin säädetty kattavasti arvopaperimarkkinalainsäädännössä.<sup>64</sup> Eduskunnan talousvaliokunta kuitenkin piti vuoden 1978 OYL:ssa omaksuttua linjaa parempana, todeten muun muassa seuraavaa:

60 Komiteanmietintö 1969: A 20, 51 ja 56.

61 Komiteanmietintö 1969: A 20, 57.

62 HE 27/1977, 8.

63 Lakivaliokunnan mietintö N:o 4 hallituksen esityksen johdosta uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi. (1978 Vp. – LaVM N:o 4 – Esitys n:o 27 (1977 vp.)), 4.

64 Osakeyhtiölakityöryhmän mietintö, työryhmämietintö 2003:4, 48.

Yksityisten osakeyhtiöiden omistajatietojen julkisuuden rajoittaminen on ongelmallista useista syistä. On olemassa esimerkiksi yksityisiä osakeyhtiöitä, jotka ovat kooltaan suuria. Niiden yhteiskunnallinen merkitys voi olla huomattava ja omistajarakenne julkisuutta puoltava. Kahdestoista yhtiöoikeudellinen direktiivi yhdenmiehen rajavastuuyhtiöistä edellyttää, että jokainen voi saada tietoja yhdenmiehenyhtiön omistuksesta ja omistajan henkilöllisyydestä. Julkisuuden rajoittaminen voisi siis tapahtua vain osittain eikä johdonmukaisesti. Omistuksen julkisuus osaltaan palvellee myös yritystoiminnan laillisuusvalvontaa. Viranomaisten tiedonsaanti on turvattava joka tapauksessa.<sup>65</sup>

Listayhtiöiden osalta omistuksen yleisöjulkisuudella nähtiin siten olevan yleistä laillisuusvalvontaa tukeva tarkoitus. Tässäkään yhteydessä ei kuitenkaan eritelty sitä, kuinka tällainen laillisuusvalvonta täydentäisi voimassa olevaa arvopaperimarkkinalainsäädäntöä.

Myöskään arvo-osuusjärjestelmää koskevan lain esitöistä ei ole juurikaan apua yleisöjulkisuuden taustalla olevien yhteiskunnallisten intressien määrittämisessä. Hallituksen esityksessä (104/1990) todetaan lyhyesti, että arvo-osuusjärjestelmässä toteutuu osakeyhtiöoikeudellinen julkisuusperiaate, ja että osakeomistuksen pakollista rekisteröintiä ”*on pidetty välttämättömänä eräiden osakemarkkinoiden luotettavaa toimintaa haittaavien ilmiöiden torjumiseksi.*”<sup>66</sup> Arvo-osuusjärjestelmässä osakeomistuksen julkisuus lisääntyikin entisestään, koska osakeomistuksesta seuraavien oikeuksien käyttäminen edellytti nyt aikaisempaa laajemmin osakasluetteloon kirjautumista.<sup>67</sup>

Yhtiö- ja arvopaperimarkkinaoikeutta tai arvo-osuusjärjestelmää koskevan lainsäädäntö-materiaalin perusteella on siten vaikea muodostaa selkeää kuvaa osakeomistuksen yleisöjulkisuuden funktioista.<sup>68</sup> Aiheesta vuosien mittaan käydyin laajan keskustelun perusteella voidaan kuitenkin yksilöidä ainakin seuraavat kolme yleiseen etuun liittyvää ja mahdollisesti pakottavaa syytä, joita osakeomistuksen laajalla julkisuudella pyritään turvaamaan:

1. Tehokas verovalvonta ja veronkierron estäminen
2. Poliittisesti vaikutusvaltaisten henkilöiden ja muiden vallankäyttäjien valvonta

65 Talousvaliokunnan mietintö 7/2006 vp (TaVM 7/2006 vp - HE 109/2005 vp).

66 HE 104/1990, 6.

67 Osakeyhtiölakityöryhmän mietintö, työryhmämietintö 2003:4, 48.

68 Nykyisen hallintarekisterisääntelyn näkökulmasta mielenkiintoinen historiallinen kuriositeetti on, että 1920- ja 30-luvuilla osakeomistuksen piilottamiseen suhtauduttiin kielteisesti erityisesti ulkomaisten bulvaaniomistuksen takia. Toisin kuin nykyään, tarpeena oli tällöin suojella yhtiöiden kotimaista omistus pohjaa. Ks. Hjerppe, Riitta. Monikansallisten yritysten tulo Suomeen ennen toista maailmansotaa. Kansantaloudellinen aikakauskirja 3.2004 (2004), 216-238.

3. Yleisestävä vaikutus väärinkäytösten estämiseksi ja laillisuusvalvonnan tehostamiseksi sekä osakemarkkinoiden luotettavan toiminnan turvaamiseksi.

Gebhard-testin mukaisesti arvioidaan seuraavaksi hallintarekisteröintikiellon ja osakasluettelon julkisuusvaatimuksen soveltuvuutta sekä oikeasuhtaisuutta.

## 4.5. Soveltuvuus- ja suhteellisuusvaatimus

### Tehokas verovalvonta ja veronkierron estäminen

Osakeomistuksen hallintarekisteröinti voi hankaloittaa verovalvontaa esimerkiksi niin, että Suomessa verovelvollinen sijoittaa suomalaisiin osakkeisiin ulkomaisen yhtiön tai välittäjän kautta ja jättää ilmoittamatta saamansa pääomatulot. Tehokas verovalvonta ja veronkierron estäminen ovatkin EU-tuomioistuimen oikeuskäytännössä todettu sellaisiksi yleistä etua koskeviksi pakottaviksi syiksi, joilla EU:n perusvapauksia voidaan tietyin edellytyksin rajoittaa.<sup>69</sup> Pääomien vapaata liikkuvuutta turvaava EUT-sopimuksen 63 artikla mahdollistaa myös nimenomaisesti tietyt verotukseen liittyvät rajoittavat kansalliset toimenpiteet. EUT-sopimuksen 65 artiklan mukaan 63 artikla ei rajoita jäsenvaltioiden oikeutta

- a. soveltaa niitä verolainsäädäntönsä säännöksiä, joiden mukaan verovelvollisia kohdellaan eri tavoin heidän asuinpaikkansa tai heidän pääomansa sijoituspaikan perusteella; tai
- b. toteuttaa kaikki toimenpiteet, jotka ovat välttämättömiä, jotta estetään verotusta ja rahoituslaitosten toiminnan vakauden valvontaa koskevien jäsenvaltioiden lakien ja asetusten rikkominen, taikka säätää pääomanliikkeitä koskevista ilmoitusmenettelyistä hallinnollisten tietojen tai tilastotietojen saamiseksi taikka toteuttaa toimenpiteitä, jotka ovat perusteltuja yleisen järjestyksen ja turvallisuuden kannalta.

Tällaisetkaan toimenpiteet ja menettelyt eivät kuitenkaan saa olla keino mielivaltaiseen syrjintään taikka pääomien ja maksujen vapaan liikkuvuuden peiteltyä rajoittamista (EUT-sopimuksen 65 artikla). Lisäksi verotuksen toimittamiseen perustuvien rajoitusten tulee olla paitsi tarpeellisia, myös oikeasuhtaisia suhteessa määritellyyn tavoitteeseen. Näillä perustein EU-tuomioistuin on säännöllisesti hylännyt veronkiertoon perustuvat

<sup>69</sup> Ks. esim. asia C-204/90 Bachmann (1992) ECR I-249.



argumentit tapauksien tosiseikastoa arvioidessaan.<sup>70</sup> Tuomioistuim on yleisestikin tulkinnut pääomien vapaan liikkuvuuden rajoitusten oikeuttamisperusteita hyvin suppeasti.<sup>71</sup>

Tapauksessa *Komissio v. Belgia*<sup>72</sup> oli kyse siitä, että Belgia kielsi maassa asuvia henkilöitä hankkimasta tiettyjä ulkomailla liikkeeseen laskettuja velkakirjoja. Belgia määräsi erityisellä asetuksella, että asianomaisten rahoituslaitosten kanssa tehtyihin sopimuksiin tuli sisällyttää lauseke, jonka mukaan (pois lukien tietyt rahoituslaitokset) lainaa ei saanut tarjota tai myydä suoraan eikä välillisesti Belgian kuningaskunnassa asuville henkilöille eikä yrityksille tai muille oikeushenkilöille, joiden kotipaikka on Belgiassa. Belgia perusteli toimenpidettä tarpeella estää se, että kyseiset henkilöt välttyisivät veroilta Belgiassa jättämällä ilmoittamatta saamansa korot. EU-tuomioistuimen mukaan tapauksessa pääomien vapaan liikkuvuuden rajoitusta ei voitu perustella pelkästään tarpeella saada verovelvolliset noudattamaan verosäännöksiä. Kielto oli suhteeton tavoiteltuun päämäärään nähden, minkä lisäksi tuomioistuimen mukaan *yleisellä veronkierron tai veropetoksen olettamalla ei voida perustella verotoimenpidettä, jolla estetään perustamissopimuksessa taatun perusvapauden käyttäminen*.<sup>73</sup>

Hallintarekisteröintikiellon soveltuvuus ja tehokkuus veronkierron estämisessä on moniselitteinen asia. Ensinnäkin on huomattava, että verovalvonnan yhteydessä puhutaan ensisijaisesti viranomaisten tiedonsaannin tarpeista eikä yleisöjulkisuudesta. Verohallinnon kannalta pakollinen omistajarekisteröinti arvopaperikeskuksessa on hyödyllistä etenkin siksi, että tämä turvaa omistustietojen pysymisen Suomessa. Vuosi-ilmoitusmenettelyä varten verohallinto saa tiedot arvopaperikauppojen luovutusvoitoista ja -tappioista ensisijaisesti arvopaperinvälittäjiltä ja säilyttäjäiltä.<sup>74</sup> Verohallinnon kielteinen kanta hallintarekisteröintiin siten heijastaa lähinnä huolta siitä, että hallintarekisteröinnin salliminen saattaisi edesauttaa suomalaisten aktiivisesti kauppaa käyvien sijoittajien siirtymistä ulkomaisten sijoituspalveluntarjoajien asiakkaiksi. Sen sijaan huolena ei niinkään ole kotimainen hallintarekisteröinti eli tilanne, jossa suomalainen kotimaista säilyttäjää käyttävä sijoittaja hallintarekisteröisi omistuksensa. Vaikka kotimainen hallintarekisteröinti sallittaisiin, olisi veroviranomaisten tiedonsaanti edelleen ainakin pääosin turvattu.

Hallintarekisteröintikielto on epäilemättä toimiva keino tehostaa verovalvontaa, sikäli kun kielto voidaan tehokkaasti ulottaa myös Suomen ulkopuolelle. Verohallinto on korostanut sitä empiiristä tosiasiaa, että sijoittajien oma-aloitteisilla veroilmoituksilla ei päästä yhtä

70 Craig, Paul ja Gráinne De Búrca, *EU Law: Text, Cases, and Materials* (5th ed.) (Oxford University Press, 2011), 805.

71 Craig ja De Burca, *EU Law: Text, Cases, and Materials*, 697.

72 Asia C-478/98 komissio v Belgia (2000) ECR I-07587.

73 Asia C-478/98 komissio v Belgia, kohta 45.

74 Verohallinnon päätös yleisestä tiedonantovelvollisuudesta, 12.12.2017, A215/200/2017.

hyvään ja totuudenmukaiseen verotukseen, kuin mihin automaattiseen tietojenvaihtoon perustuvassa vuosi-ilmoitusmenettelyssä päästään.

Toisaalta hallintarekisteröintikieltokaan ei ole täysin vedenpitävä. Kuten yllä todettiin, sijoittajilla on myös laillisia keinoja hallintarekisteröidä osakeomistuksensa ulkomaille (ks. osio 3.1).

On joka tapauksessa epätodennäköistä, että EU-tuomioistuimien katsoisi AOJSL 4:4.3:n kaltaisen ja ulkomaille ulottuvan hallintarekisteröintikiellon täyttävän suhteellisuusvaatimuksen. EU:ssa on ensinnäkin viime vuosina merkittävästi panostettu veroviranomaisten tietojenvaihtoon (niin kutsuttu virka-apudirektiivi<sup>75</sup>). Lisäksi Suomessa on vireillä merkittäviä verolakien uudistuksia liittyen erityisesti tuntemattomaksi jäävän osakkeenomistajan lähdeverotukseen (ks. alla osio 5.4). EU-tuomioistuimen näkökulmasta absoluuttinen kieltä käyttää ulkomaisia palveluntarjoajia tilanteissa, jotka johtaisivat osakeomistuksen hallintarekisteröintiin, luultavasti puuttuisi SEUT 56 artiklan turvaamaan perusvapautteen enemmän kuin on tarpeen tehokkaan veronkierron edistämiseksi. Tapaus *Skandia*<sup>76</sup> havainnollistaa hyvin tuomioistuimen harkintaa:

Tapauksessa oli kyse siitä, että Ruotsin verolainsäädäntö vaikeutti työeläkevakuutuksien ottamista sellaisilta yhtiöiltä, jotka olivat sijoittautuneet johonkin muuhun jäsenvaltioon kuin Ruotsiin. Rajoitusta perusteltiin muun muassa verovalvonnan tehokkuudella sekä tarpeella säilyttää veropohja.<sup>77</sup> Ruotsilla ei ollut oikeutta saada ulkomaisilta vakuutusyhtiöiltä tietoja niiden suorittamista maksuista, ja tehokasta verovalvontaa ei voitu suorittaa pelkästään vapaaehtoisten ilmoitusten pohjalta.<sup>78</sup> Tuomioistuimien totesi päätöksessään, että vaikka välitön verotus kuuluukin jäsenvaltioiden toimivaltaan, niiden on tätä toimivaltaansa käyttäessään noudatettava yhteisön oikeutta.<sup>79</sup> Ruotsin verolainsäädäntö ei täyttänyt suhteellisuusvaatimusta: tuomioistuimen mukaan "verovalvonnan tehokkuus voidaan [...] varmistaa sellaisilla keinoilla, jotka rajoittavat palvelujen tarjoamisen vapautta vähemmän kuin pääasian oikeudenkäynnissä kyseessä olevan kaltainen kansallinen lainsäädäntö."<sup>80</sup>

Toisaalta yleisöjulkisuudella ja läpinäkyvyydellä on otaksuttu olevan myös yleisesti ennaltaehkäisevä vaikutus veronkierron estämisessä. Vaikka tämäkin näkemys voitaisiin

75 Neuvoston direktiivi 2011/16/EU hallinnollisesta yhteistyöstä verotuksen alalla ja direktiivin 77/799/ETY kumoamisesta, OJ L 64, 11.3.2011, 1-12.

76 Asia C-422/01 *Försäkringsstatiebolaget Skandia v Riksskatteverket* (2003) ECR I-06817.

77 Asia C-422/01, kohta 29.

78 Asia C-422/01, kohdat 39 ja 40 (Tanskan huomioita).

79 Asia C-422/01, kohta 25.

80 Asia C-422/01, kohta 44.

osoittaa todeksi selvällä näytöllä, olisi jälleen epätodennäköistä, että suhteellisuusvaatimus täyttyisi. Myös verohallinto on todennut, että tieto verotustietojen tehokkaammasta jakamisesta EU-tasolla saattaa itsessään parantaa verovelvollisten ilmoitusvelvollisuuden täyttämistä.<sup>81</sup> Tässäkin yhteydessä olisi lisäksi otettava huomioon Suomessa jo käynnissä olevat toimet verolakien uudistamiseksi siltä osin, kun ne koskevat tuntemattomaksi jäävän suomalaisen osingonsaajan verotusta. Sikäli kun näiden EU:n perusvapauksia paljon vähemmän rajoittavien toimenpiteiden voidaan odottaa olevan tehokkaita ja tarkoituksenmukaisia, ei ulkomaisten palveluntarjoajien käyttöä rajoittavalle hallintarekisteröintikiellolle näyttäisi olevan EU-oikeudellista perustetta.

## Muut oikeutusperusteet

Muita yllämainittuja mahdollisia hallintarekisteröintikiellon ja julkisuusvaatimuksen oikeutusperusteita ovat poliittisesti vaikutusvaltaisten henkilöiden ja muiden vallankäyttäjien valvonta sekä yleisen laillisuusvalvonnan tehostaminen (mukaan lukien ”osakemarkkinoiden luotettavan toiminnan turvaaminen”).

Myös nämä oikeutusperusteet ovat haasteellisia EU-sisämarkkinaoikeuden näkökulmasta. Ensinnäkin on huomattava, että jäsenvaltiot voivat vedota yleistä etua koskeviin pakotaviin vaatimuksiin vain sellaisilla aloilla, joita ei ole riittävästi harmonisoitu.<sup>82</sup> Näin ollen esimerkiksi kansalliset verosäännöt voivat EU-tuomioistuimessa tulla arvioitavaksi yleiseen etuun perustuvina liikkumisvapauksien rajoitusperusteina. Sitä vastoin esimerkiksi markkinoiden eheyteen ja luotettavuuteen tai markkinoiden väärinkäytön ehkäisyyn liittyviä näkökohtia on vaikeampi käyttää yleiseen etuun perustuvina rajoitusperusteina, koska kyseiset arvopaperimarkkinalainsäädännön alueet on kattavasti harmonisoitu EU-lainsäädännössä. EU:n markkinoiden väärinkäyttöasetuksessa 596/2014/EU säädetään yksityiskohtaisesti sisäpiirikaupoista, markkinoiden manipuloinnista, sisäpiirilueteloista ja johtohenkilöiden liiketoimista (arvopaperimarkkinalaki 746/2012, AML, 12:1). Samalla perusteella hallintarekisteröintikieltoa ja julkisuusvaatimusta ei myöskään voitane perustella tarpeella saada tietoa siitä, kuka listayhtiössä käyttää todellista valtaa. Jo voimassa olevan sääntelyn perusteella pörssiosakkeiden omistustiedot ovat julkisia niin sanottujen liputusrajojen puitteissa, ja liputussääntely on kattavasti harmonisoitu EU:ssa avoimuusdirektiivillä (2004/109/EY).<sup>83</sup> Suomessa liputusvelvollisuuden eli määrättyjä omistus- ja ääniosuuksia koskevan ilmoitusvelvollisuuden alaraja on 5 prosenttia (AML 9:5).

81 Verohallinnon lausunto eduskunnan talousvaliokunnalle, 8.4.2016, 5.

82 Raitio, *Eurooppaoikeus ja sisämarkkinat*, 594-595.

83 Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/109/EY säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopaperien liikkeeseenlaskijoita koskeviin tietoihin liittyvien avoimuusvaatimusten yhdenmukaistamisesta, EUVL L 390, 31.12.2004, 38.

On syytä korostaa, että edellä todettu ei tarkoita, etteikö omistuksen läpinäkyvyydellä voitaisi vaikuttaa ennaltaehkäisevästi erityisesti vaikutusvaltaisten henkilöiden väärinkäytöksiin. Julkisuusvaatimuksen tehokkuuden ja soveltuvuuden näkökulmasta on kuitenkin huomattava, että osakasluettelon tiedot osakkeenomistajista ovat melko suppeita. Sekä sisäpiirisääntelyssä että liputussääntelyssä omistusten ilmoitusvelvollisuus kattaa paitsi osakkeet, myös kaikki arvopaperit, jotka oikeuttavat julkisen kaupankäynnin kohteena olevaan osakkeeseen (kuten optio-oikeudet, vaihtovelkakirjat tai erilaiset johdannaiset). Merkittävien omistusten liputusvelvollisuus koskee puolestaan paitsi osakkeenomistajaa ja osakkeenomistajaan rinnastettavaa henkilöä (esimerkiksi osakkeenomistajan määräysvalta yhteisöä), myös listayhtiötä itseään. Viranomaisten mahdollisuudet puuttua laiminlyönteihin ja väärinkäytöksiin arvopaperimarkkinoilla ovat myös jatkuvasti parantuneet EU:n kauppaportointisääntelyn kehittymisen myötä. EU-sääntely on yhtenäistänyt esimerkiksi raportointijärjestelmien käyttämiä standardeja sekä parantanut tiedonvaihtoa viranomaisten välillä. Voidaan siten perustellusti epäillä myös sitä, onko pörssiomistuksen yleisöjulkisuus edes soveltuvin ja tehokkain tapa estää arvopaperimarkkinoiden erilaisia väärinkäytöksiä. Joka tapauksessa vaikutusvaltaisten henkilöiden väärinkäytöksiä voitaisiin pyrkiä estämään myös nimenomaan kyseisiä henkilöitä koskevalla erityissääntelyllä.

## 4.6. Yhteenvetoa

Suomalaisia sijoittajia koskeva hallintarekisteröintikielto rajoittaa EU:n perussopimusten turvaamaa palveluiden ja pääomien vapaata liikkuvuutta. EU-tuomioistuimien oikeuskäytännössään sallinut tällaisia rajoituksia lukuisilla pakottavan yleisen edun vaatimuksilla ja onkin mahdollista, että tuomioistuin hyväksyisi myös yhtiöoikeudellisen julkisuusperiaatteen taustalla vaikuttavat pakottavat vaatimukset oikeutetuiksi rajoitusperusteiksi. On kuitenkin epätodennäköistä, että toisiin EU-jäsenvaltioihin ulottuva hallintarekisteröintikielto täyttäisi tuomioistuimen edellyttämän soveltuvuus- ja suhteellisuusvaatimuksen.

Tämän selvityksen tarkoituksena on ollut esittää täsmällinen ja perusteltu suositus sellaiseksi kansallisen lainsäädännön muutokseksi, jolla turvataan suoran omistuksen tasoisien omistajatietojen avoimuuden jatkuminen Suomessa. Turvatakseen nykyisen tasoisen osakeomistuksen julkisuuden säilymisen Suomen tulisi pystyä tehokkaasti rajoittamaan pörssiosakkeiden omistus- ja kauppatietojen liikkumista ulkomaille, EU:n jäsenvaltiot mukaan lukien. Edellä esitetyn analyysin perusteella on todettava, että ulkomaille ulottuvan ja vain suomalaisia sijoittajia koskevan hallintarekisteröintikiellon kaltaiset pääomien ja palveluiden liikkumisrajoitukset todettaisiin EU-tuomioistuimessa todennäköisesti EU:n perussopimusten vastaisiksi. Näin ollen tässä selvityksessä ei ole mahdollista antaa toimeksiannon mukaista perusteltua suositusta Suomen lainsäädännön muutokseksi.

Niiltä osin kuin olemassa oleva EU- ja muu arvopaperimarkkinalainsäädäntö ei vastaa Suomessa omaksutun yhtiöoikeudellisen julkisuusperiaatteen tavoitteita, tulisi keinoja pyrkiä löytämään EU:n perussopimusten turvaamia vapauksia vähemmän rajoittavista toimenpiteistä. Esimerkkeinä tällaisista toimenpiteistä voisivat olla paraikaa valmistelussa olevat lähdevero- ja ennakkoperintäverosäätelyn muutokset (ks. osio 5.4) tai henkilöllisesti rajattu ja vain määriteltyjä vallankäyttäjiä koskeva erityissääntely.

On kuitenkin syytä toistaa, että edellä mainittu koskee lähtökohtaisesti vain hallintarekisteröintikiellon ulkomaista, toisiin EU-jäsenvaltioihin ulottuvaa vaikutusta. Kuten osiossa 3.3 todettiin, APK-asetus näyttää sallivan puhtaasti kotimaisen hallintarekisteröintikiellon pitämisen voimassa nyky muodossaan.

## 5. Muita huomioitavia seikkoja

### 5.1. APK-asetuksen vaikutus käytännössä

APK-asetus ja erityisesti sen 23 artikla (vapaus tarjota arvopaperikeskuspalveluja toisessa jäsenvaltiossa) ja 49 artikla (vapaus arvopapereiden liikkeeseenlaskuun missä tahansa toimiluvan saaneessa arvopaperikeskuksessa) asettavat tiettyjä paineita osakeomistuksen julkisuusasteelle Suomessa. Tässä osiossa ennakoitaan lyhyesti APK-asetuksen käytännön vaikutuksia.

Nyky muodossaan asetuksen vaikutukset suomalaisten henkilöiden osakeomistustietojen liikkuvuuteen jäänevät vähäisiksi. Tämä johtuu paitsi oikeudellisesta epävarmuudesta, joka liittyy niin sanotun Suomi-poikkeuksen (ks. osio 3.3) tulkintaan, myös siitä, että APK-asetus puuttuu vain vähän jäsenvaltioiden kansalliseen yhtiöoikeuteen. Asetus ei esimerkiksi vastaa siihen olennaiseen kysymykseen, tarvitsisiko, ja missä tilanteessa, suomalainen liikkeeseenlaskija jokaisen osakkeenomistajan suostumuksen, mikäli se haluaisi liittää Suomen arvo-osuusjärjestelmään liitetyt osakkeensa toisessa jäsenvaltiossa sijaitsevaan arvopaperikeskukseen. Myöskään Suomen lainsäädäntö ei sääntele asiaa yksiselitteisesti. Suomen arvo-osuusjärjestelmässä arvo-osuustili voidaan siirtää toiselle tilinhoitajalle tilanteessa, jossa tilinhoitajan toiminta on lopetettu tai sen toimintaa on rajoitettu (AOTL 16 b §). Arvo-osuuksien siirrossa tai liittämisessä toiseen arvopaperikeskukseen voitaisiin kuitenkin katsoa olevan kyse arvo-osuuksien siirrosta arvo-osuustililtä tai omaisuudenhoitotililtä toiselle arvopaperitilille. Tällöin tulisi todennäköisesti edellyttää jokaisen tilinhaltijan suostumusta.<sup>84</sup> Koska jokaisella suomalaisella henkilöllä on arvopaperikeskuksessa arvo-osuustili sekä tätä tiliä koskeva tilisopimus, olisi siirron toteuttaminen tilinhaltijaa kuulematta käytännössä haasteellista myös sopimusoikeudellisesti. Tämä on

---

84 Lain arvopaperitileistä esitöissä (HE 32/2012, 261) lausutaan asiasta seuraavaa: "Myös säilyttäjän vaihtamisessa on – riippumatta siitä, miten se muodollisesti ja teknisesti toteutetaan – asiallisesti kysymys arvopaperien poistamisesta yhden säilyttäjän ylläpitämältä tililtä ja merkitsemisestä toisen säilyttäjän ylläpitämälle tilille tai ainakin siihen oikeudellisesti rinnastettavasta ilmiöstä. Yleisistä säännöistä johtuu, ettei tilin siirtäminen siten, että säilyttäjän velvoitteet siirtyisivät toisen säilyttäjän vastattavaksi, ole mahdollista ilman tilinhaltijan ja muiden tililtä ilmenevien oikeudenhaltijoiden suostumusta."

vain yksi esimerkki siitä, kuinka vaikeaa käytännössä voi olla siirtää arvo-osuuksia Suomen kaltaisista suoran omistuksen järjestelmistä moniportaisiin järjestelmiin.

Arvo-osuuksien siirto arvopaperikeskuksesta toiseen on kuitenkin yksinkertaisempaa, mikäli arvopaperikeskusten välille muodostetaan niin sanottu suora linkki. APK-asetus pyrkiikin helpottamaan tällaisten yhteyksien tai linkkien luomista arvopaperikeskusten välillä. Linkkien avulla arvopaperikeskukset voivat tarjota ulkomaiseen arvopaperikeskukseen liitettyjä arvopapereita myös omassa järjestelmässään. Suomen arvopaperikeskus EFi on tällä hetkellä linkittynyt muihin arvopaperikeskuksiin seuraavan taulukon mukaisesti.

**Taulukko 1. Euroclear Finlandin linkit toisiin arvopaperikeskuksiin**

Suorat linkit	Linkin kuvaus ja tarkoitus
EFi – Euroclear Bank Plc	Euroclear Bank on EFin suora osapuoli. Linkkiä käytetään suomalaisten arvo-osuuksien siirtoon (eli EFi toimii niin kutsuttuna <i>issuer CSD:nä</i> ).
EFi – Clearstream Banking Luxemburg S.A.	Clearstream Banking Luxemburg on EFin suora osapuoli. Linkkiä käytetään suomalaisten arvo-osuuksien siirtoon (eli EFi toimii niin kutsuttuna <i>issuer CSD:nä</i> ).
Euroclear Sweden AB – EFi	EFi on Euroclear Swedenin suora osapuoli. Linkkiä käytetään ruotsalaisten arvo-osuuksien siirtoon (eli EFi toimii niin kutsuttuna <i>investor CSD:nä</i> ).
Epäsuorat linkit	
EFi – Nordea – Euroclear Sweden AB	Nordea on EFin suora osapuoli (tilinhoitaja) ja Euroclear Sweden puolestaan Nordean asiakas. Linkkiä käytetään suomalaisten arvo-osuuksien siirtoon Ruotsin arvopaperikeskukseen (eli EFi toimii niin kutsuttuna <i>issuer CSD:nä</i> ).

Linkit helpottavat arvo-osuuksien siirtoa merkittävästi. Esimerkiksi Nordean osakkeiden siirrossa Ruotsin arvopaperikeskuksesta Suomen arvopaperikeskukseen tullaan käyttämään hyväksi Euroclear Swedenin ja EFin välistä linkkiä. Linkki mahdollistaa sen, että ruotsalaisten sijoittajien omistus identifioituu jatkossakin Euroclear Swedenin järjestelmissä.

Keskimäärin EU:ssa sijaitsevilla arvopaperikeskuksilla oli vuonna 2016 8,5 linkkiä.<sup>85</sup> Toisaalta vaikka arvopaperikeskusten väliset linkit lisääntyisivät jatkossa merkittävästikin, ei tämä välttämättä muodostaisi välitöntä uhkaa osakeomistuksen julkisuusasteelle Suomessa. Myös arvo-osuuksien siirrossa linkkien avulla ulkomaiseen arvo-osuusjärjestelmään voi tulla sovellettavaksi AOJSL 4:4.3:n hallintarekisteröintikielto. Kun ulkomainen arvopaperikeskus (kuten Clearstream Banking Luxemburg) muodostaa suoran linkin Suomen arvopaperikeskukseen, tulee siitä käytännössä Suomen arvo-osuusjärjestelmän osapuoli eli tilinhoitaja. Sikäli kuin tällainen osapuoli toimisi myös hallintarekisteröinnin hoitajana, tulisi sen pystyä joko pyydetessä identifioimaan arvo-osuuksien todelliset omistajat tai vaihtoehtoisesti vaatimaan asiakkailtaan vakuutusta siitä, että näiden asiakkaina ei ole

<sup>85</sup> ECSDA, Overview of CSD links in Europe, 29 July 2016.

suomalaisia (AOJSL 4:4.3). Myös AOTL 5a §:n mukaan näyttää selvältä, että hallintarekisteröintikielto soveltuisi tällaisiin tilanteisiin: kiellon ulkopuolelle on rajattu vain osuudet joukkovelkakirjalainaan sekä muut vieraan pääoman ehtoiset arvo-osuudet.

Käytännössä nykytilanteessa todennäköisempää siten olisi, että ulkomaisen arvopaperikeskuksen valitsee yhtiö, joka liittää osakkeensa arvo-osuusjärjestelmään ensimmäistä kertaa (esimerkiksi listatessaan osakkeensa ulkomaiseen pörssiin). Toisaalta myös Suomen arvo-osuusjärjestelmään osakkeensa liittänyt yhtiö voisi laskea liikkeeseen uuden osakeannin ulkomaisessa arvopaperikeskuksessa. Toistaiseksi tiedossa ei ole yhtäkään Suomessa yhtiöoikeudellista kotipaikkaansa pitävää yhtiötä, joka olisi valinnut ulkomaisen arvopaperikeskuksen osakkeidensa liikkeeseen laskemista varten.

APK-asetuksen välittömät vaikutukset markkinoiden integraatioon ovat olleet vaatimattomia. Vastauksessaan komission konsultaatioon European Central Securities Depositories Association (ECSDA) huomautti, että arvopaperikeskusten lukumäärä EU:ssa on pysynyt vakaana. Kuvaavaa on, että vaikka syyskuussa 2017 toteutettiin onnistuneesti kolmen jäsenvaltion arvopaperikeskusten sulautuminen, tilinpitoon liittyviä toimintoja ei voitu täydellisesti yhdistää. Lopputuloksena myös sulautumisen jälkeen arvopaperitilejä ylläpidetään kolmen eri jäsenvaltion kansallisessa järjestelmässä, jolloin niihin sovelletaan kansallista arvopaperilainsäädäntöä.<sup>86</sup> Kyseessä oli Nasdaqin toteuttama Baltian maiden kansallisten arvopaperikeskusten yhdistäminen uudeksi Nasdaq CSD:ksi. Toiminnot keskitettiin Latvian arvopaperikeskukseen niin, että Virossa ja Liettuaassa arvopaperikeskukset jatkavat sivuliikkeinä.<sup>87</sup> Uusia kansallisia arvopaperikeskuksia on lisäksi perustettu ainakin Luxemburgissa ja Slovakiassa.

APK-asetuksen 75 artiklan mukaan komissio tarkastelee asetusta uudelleen ja laatii siitä yleiskertomuksen viimeistään 18. päivänä syyskuuta 2019. Yleiskertomuksessaan komissio tulee muun muassa arvioimaan, onko asetuksen soveltamisalaan kuuluvien palveluiden suhteen olemassa sellaisia olennaisia kilpailun esteitä, joita ei ole otettu riittävällä tavalla huomioon. On todennäköistä, että arvioinnissa tarkastellaan uudelleen myös Suomi-poikkeusta, ottaen erityisesti huomioon poikkeukseen liittyvä oikeudellinen epävarmuus.

Suomalaisten liikkeeseenlaskijoiden mahdollisuuteen käyttää APK-asetuksen mukaista valintaoikeutta voi vaikuttaa myös muissa jäsenvaltioissa omaksutut tulkinnat APK-asetuksen ja kansallisen yhtiöoikeuden suhteesta sekä Suomi-poikkeuksesta. On mahdollista, että tiukempien kansallisten tulkintojen perusteella ulkomaiset arvopaperikeskukset kieltäytyisivät tarjoamasta palveluitaan suomalaisille liikkeeseenlaskijoille APK-asetuksen 49(3) artiklan perusteella.

<sup>86</sup> ECSDA response to the EPTF consultation.

<sup>87</sup> Nasdaq Baltic, Nasdaq Merges its Baltic CSDs to Create Nasdaq CSD, lehdistötiedote 19.9.2017.



## 5.2. Osakkeenomistajan oikeudet -direktiivi

Tässä raportissa on keskitytty erityisesti pörssiyhtiöiden yleisöjulkisuuteen ja viranomais-ten tiedonsaantiin liittyviin kysymyksiin. Osakeomistuksen läpinäkyvyyteen liittyy kuitenkin olennaisesti myös *liikkeeseenlaskijajulkisuus* eli yhtiön oikeus tuntea todelliset osakkeenomistajansa. Viimeksi mainitun osalta EU:ssa on otettu merkittävä askel eteenpäin vuonna 2017 hyväksytyllä osakkeenomistajan oikeudet -direktiivillä.<sup>88</sup> Direktiivi, jonka toimeenpano on Suomessa valmistelussa, parantaa yhtiöiden oikeutta tunnistaa osakkeenomistajansa. Direktiivin 3 a artiklan 1 kohdan mukaan jäsenvaltioiden on varmistettava, että yhtiöillä on oikeus tunnistaa osakkeenomistajansa. Direktiivi parantaa erityisesti moniportaisesti hallitun ja hallintarekisteröidyn osakeomistuksen läpinäkyvyyttä velvoittamalla säilytysketjun kaikki osapuolet toimittamaan yhtiölle viipymättä osakkeenomistajan tunnistetiedot, jos yhtiö tai sen nimeämä kolmas osapuoli tietoa pyytää (3 a artiklan 2 kohta). Sääntelyn tarkoituksena on ennen kaikkea helpottaa osakkeenomistajien oikeuksien käyttöä ja vaikuttamista yhtiössä.

Tämän selvityksen kannalta olennaista on, että vaikka osakkeenomistajan oikeudet -direktiivi ei sinänsä koske viranomaisten tai yleisön tiedonsaantia, antaa se jäsenvaltioille mahdollisuuden säätää osakkeenomistajien henkilötietojen käsittelystä myös muihin tarkoituksiin (3 a artiklan 4 kohdan 3 alakohta). Tämän perusteella on mahdollista kysyä, voitaisiinko yhtiön saamia osakastietoja käyttää täydentämään myös julkisen osakasluettelon tietoja hallintarekisteröidyn omistuksen osalta tai jopa velvoittamaan kyselyoikeuttaan käyttävä yhtiö ilmoittamaan viranomaisille, jos hallintarekisteröidyistä osakkeenomistajista paljastuu suomalaisia osakkeenomistajia.

Osakkeenomistajan oikeudet -direktiivi on valitettavasti epätarkoituksenmukainen työkalu omistuksen yleisö- tai viranomaisjulkisuuden parantamiseksi. Direktiivi parantaa ennen kaikkea yhtiön oikeutta tuntea osakkeenomistajansa ja antaa yhtiölle tämän oikeuden käyttämiseksi vahvan kyselyoikeuden. Kyselyoikeuden käyttämisestä voi aiheutua omistusketjun pituudesta riippuen merkittäviäkin kustannuksia, ja näistä kustannuksista tulee ainakin Suomessa vastaamaan kyselyoikeuden käyttäjä eli yhtiö itse.<sup>89</sup> Kustannusten jakautumista merkittävämpi ongelma koskee kuitenkin säilytysketjusta toimitettujen omistajatietojen luotettavuutta ja ajantasaisuutta. Säilyttäjiltä voi mennä useita päiviä omistajan selvittämisessä ja tietojen lähettämässä eteenpäin ketjussa, ja tänä aikana todellinen omistaja voi jo muuttua. Toisin sanoen saatu tieto ei välttämättä ole ajantasaista. Osakkeenomistajan oikeudet -direktiivi ja sen nojalla annettava EU-sääntely tulee

88 Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EU) 2017/828/EU osakkeenomistajien pitkäaikaiseen vaikuttamiseen kannustamisen osalta. OJ L 132, 20.5.2017.

89 Osakkeenomistajien oikeudet -työryhmä, Työryhmämuistio, Valtiovarainministeriön julkaisu – 11/2018, 100-101, 120-21, 129.

standardoimaan tietojenvaihtoa, mikä voi edesauttaa toimitusaikojen lyhentymistä merkittävästikin. Tästä huolimatta tietojen täsmällisyydestä tuskin voidaan jatkossakaan varmistua riittävällä tavalla. Lisäksi kuten direktiivin johdantolauseessa 7 huomautetaan, kyse ei ole pelkästään saadun tiedon oikeellisuudesta ja ajantasaisuudesta, vaan myös siitä, ettei yhtiö ilman erillistä tietopyyntöä välttämättä saa tietoonsa, milloin yhtiön osakkeenomistaja lakkaa olemasta osakkeenomistaja.

OYL:n osakasluetteloita sekä tilapäisiä osakasluetteloita koskeva sääntely on siten tarkoituksenmukaista pitää erillään osakkeenomistajan oikeudet -direktiivin tarkoittamasta osakastietojen saamis-oikeudesta. Tämä johtopäätös on yhdenmukainen Suomessa direktiivin täytäntöönpanon valmistelussa omaksutun lähestymistavan kanssa.

Viimeiseksi on syytä mainita laajempi ongelma, joka liittyy kyselyoikeuden perusteella saatujen tietojen käyttötarkoitukseen ja osakkeenomistajien yksityisyyden suojaan. Osakkeenomistajan oikeudet -direktiiviä on sovellettava Euroopan unionin perusoikeuskirjassa vahvistettua yksityisyyden suojaa noudattaen ja henkilötietojen käsittely jossain muussa kuin siinä tarkoituksessa, johon kyseiset tiedot on alun perin kerätty, on toteutettava EU:n tietosuoja-asetuksen 2016/679<sup>90</sup> mukaisesti.<sup>91</sup> Direktiivin mukaan osakkeenomistajaa koskevien tietojen käyttötarkoituksena on sen varmistaminen, että yhtiö voi olla osakkeenomistajiinsa paremmin suoraan yhteydessä, sekä osakkeenomistajien oikeuksien käytön ja vaikuttamisen helpottaminen (3 a artikla 4 kohta). Mikäli Suomessa veloitettaisiin yhtiöt esimerkiksi julkistamaan saadut osakastiedot yleisölle, tulisi Suomen pystyä osoittamaan, että toimenpide on paitsi tarpeellinen, myös oikeassa suhteessa kansallisessa lainsäädännössä määriteltyihin oikeutettuihin tavoitteisiin.<sup>92</sup> Tällaiset yksityisyydensuojaan liittyvät kysymykset ovat erityisen ongelmallisia ulkomaisten osakkeenomistajien osalta. Myös EU:n tietosuoja-asetus ja henkilötietojen tietosuoja koskevien kysymysten esiin nousu siten osaltaan edellyttävät osakeomistuksen yleisöjulkisuuden funktioiden seikkaperäisempää selvittämistä.

### 5.3. TARGET2-Securities -selvitysalusta

T2S on euroalueen keskuspankkien keskuspankkirahassa toimiva arvopaperien selvityspalvelu, joka aloitti toimintansa kesäkuussa 2015. T2S toimii koko EU:n kattavana arvopaperikauppojen selvitysalustana. Suomessa EFi otti käyttöön 7.5.2018 uuden

90 Asetus 2016/679/EU luonnollisten henkilöiden suojelusta henkilötietojen käsittelyssä sekä näiden tietojen vapaasta liikkuvuudesta ja direktiivin 95/46/EY kumoamisesta (yleinen tietosuoja-asetus) OJ L 119, 4.5.2016, 1–88.

91 Direktiivin johdantolauseet 52 ja 53.

92 Ks. esim. yhdistetyt asiat C-465/00, C-138/01 and C-139/01, Österreichischer Rundfunk ym. (2003) ECR I-04989.

Infinity2-järjestelmänsä, joka korvasi kolme vanhaa arvopaperikeskusjärjestelmää. Infinity2 on teknisiltä standardeiltaan yhteensopiva T2S-selvitysalustan kanssa, ja EFI koordinoi osapuolensa kanssa T2S-selvitysalustan käyttöönottoa.

T2S-selvitysalustalla on pitkällä aikavälillä todennäköisesti jopa varsinaisia lainsäädäntötoimia merkittävämpi vaikutus post trade -palvelumarkkinan integraatioon EU:ssa. Alustan käyttöönotto tulee yhdenmukaistamaan muun muassa yhtiötapauksien käsittelyyn ja veronpidätykseen liittyviä teknisiä standardeja ja käytäntöjä.<sup>93</sup> T2S vaikuttaa välillisesti myös jäsenvaltioiden sääntelyn yhtenäistämiseen. On jopa arvioitu, että järjestelmän käyttöönotto tulee yksin poistamaan kuusi viidestätoista Giovannini-esteestä ja siten mahdollistamaan aiempaa merkittävästi tehokkaamman kilpailun post trade -palvelumarkkinalla.<sup>94</sup> Tämä kehitys tulee osaltaan vaikeuttamaan sellaisten kansallisten ratkaisujen ylläpitämistä, jotka perustuvat palveluiden tai pääomien liikkuvuuden rajoituksiin.

## 5.4. Osinkojen verotusta ja lähdeverotusta koskevat hankkeet Suomessa

Käsitellessään hallituksen esitystä HE 28/2016 vp, eduskunta hyväksyi myös seuraavan lausuman: *Eduskunta edellyttää, että valtioneuvosto ryhtyy valmistelemaan lainsäädäntöä, jolla mahdollistetaan veroviranomaisten kattava tiedonsaanti hallintarekisteröidyistä osakkeista osinkoa saavista lopullisista edunsaajista, ja että tunnistamatta jääneeltä edunsaajalta perittävä lähdevero on riittävän kannustava edellä sanotun tavoitteen saavuttamiseksi.*

Valtiovarainministeriössä valmistellaan lausuman mukaista lainsäädäntöä. Verolakien muutoksilla pyritään osaltaan parantamaan osakeomistuksen julkisuutta ja ennen kaikkea turvaamaan veroviranomaisten kattava tiedonsaanti sellaisista osingoista, joita suomalaiset saavat hallintarekisteröidyistä osakkeista.

Tällä hetkellä ulkomailla asuvan osingonsaajan osingosta peritään pääsääntöisesti 30 prosentin lähdevero. Useissa verosopimuksissa on kuitenkin sovittu alemman verokannan mukaisen lähdeveron perimisestä tiettyjen edellytysten täytyessä. Osinkoihin, jotka on saatu hallintarekisteröidyistä osakkeista, on lisäksi voitu soveltaa niin sanottua yksinkertaistettua menettelyä. Menettelyssä maksaja on voinut periä verosopimuksen mukaisen alemman lähdeveron niin sanotun maatiedon perusteella, mikäli sopimuksen mukainen

93 Tiedot harmonisointitoimenpiteistä on saatavissa Euroopan keskuspankin nettisivuilta osoitteesta: <https://www.ecb.europa.eu/paym/t2s/harmonisation/activities/html/index.en.html> (28.8.2018).

94 European Post-Trade Forum Report, Annex III, 69-70.

lähdevero on vähintään 15 prosenttia. Tällöin verohallinnolle annetussa vuosi-ilmoituksessa osingonsaajaksi ei ole tarvinnut ilmoittaa osinkojen loppusaajan henkilötietoja, vaan riittävää on ollut loppusaajan asuinpaikan sekä ulkomaisen omaisuudenhoitajan tietojen ilmoittaminen. Loppusaajan henkilötietojen selvittäminen on kuitenkin ollut edelleen edellytyksenä silloin, kun sovellettavan verosopimuksen mukainen verokanta on ollut alle 15 prosenttia (Laki rajoitetusti verovelvollisen tulon ja varallisuuden verottamisesta 627/1978 10 b – 10 d §).

Valtiovarainministeriön esityksessä nykytilaan on ehdotettu kahta keskeistä muutosta. Ensinnäkin ennakkoperintälakia 1118/1996 muutettaisiin niin, että Suomessa yleisen verovelvollisen saamasta osingosta tulisi jatkossa toimittaa 50 prosentin ennakonpidätys, mikäli osingonsaaja jäisi tuntemattomaksi. Toiseksi yllä kuvatusta yksinkertaistetusta lähdeveromenettelystä, jota sovelletaan ulkomaisiin osingonsaajiin, luovuttaisiin kokonaan: toisin sanoen verosopimuksen mukaisen alhaisempaa lähdeverokantaa koskevan edun saisi vain silloin, kun lopullinen osingonsaaja on tunnistettu.

Tässä selvityksessä ei ole mahdollisuutta kattavasti arvioida näitä verotusta koskevia hankkeita EU-oikeudellisesta näkökulmasta. Hankkeet ovat kuitenkin olennaisia myös yhtiöoikeudellisen julkisuusperiaatteen ja hallintarekisteröintikiellon EU-oikeudellisen arvioinnin kannalta, koska etenkin ennakkoperintälain muutosehdotuksella pyritään osittain samoihin tavoitteisiin kuin yleisellä hallintarekisteröintikiellolla. Toisin kuin yleinen hallintarekisteröintikielto, ennakkoperintälakiin ehdotettu muutos soveltuisi vain sellaisiin suomalaisiin henkilöihin, jotka ovat Suomeen verovelvollisia. Näin ollen ehdotusta voi pitää kaikkia suomalaisia koskevaa hallintarekisteröintikieltoa soveltuvampana keinona estää veronkiertoa. Veron merkittävä korotus olisi todennäköisesti myös tehokas keino lisätä verohallinnon tietoja tällaisista osingonmaksuista, minkä lisäksi se vaikuttaisi ennaltaehkäisevästi veronkiertotarkoituksessa tehtävään hallintarekisteröintiin. EU:n perussopimusten turvaamien perusvapauksien näkökulmasta tällainen verosäätely täyttäisi todennäköisemmin myös suhteellisuusvaatimuksen. Kuten edellä on todettu, suhteellisuusvaatimus edellyttää, että kansalliset toimenpiteet eivät saa puuttua perusvapauksiin enempää kuin mikä on tarpeen määriteltyyn yleiseen etuun liittyvän päämäärän saavuttamiseksi (ks. osio 4.5).

## 5.5. Eräitä muita käytännön ratkaisuja julkisuusasteen säilyttämiseksi

Tässä viimeisessä osiossa arvioidaan lyhyesti muita käytännön ratkaisuja, joilla riskiä pörssiosakkeiden omistustietojen julkisuusasteen alentumisesta voitaisiin mahdollisesti vähentää. Yksi lupaava APK-asetuksen täytäntöönpanon yhteydessä arvioitu vaihtoehto on uudenlaisen tietojenkyselyjärjestelmän perustaminen esimerkiksi Patentti- ja

rekisterihallituksen (PRH) yhteyteen. Uusi kyselyjärjestelmä kehitettäisiin erityisesti viranomaisten tiedonsaannin varmistamiseksi, mutta sitä voitaisiin hyödyntää myös yleisön tekemiä kyselyjä varten.

Uuden kyselyjärjestelmän perustaminen voisi olla monella tapaa hyödyllistä. Ensinnäkin järjestelmällä voitaisiin ennakolta varautua mahdolliseen tilanteeseen, jossa EU:n arvopaperimarkkinainfrastruktuuria koskevat sääntely- ja muut hankkeet (etenkin T2S) johtaisivat kansallisten arvopaperikeskusten ja selvitysjärjestelmien merkityksen pienentymiseen (ks. osio 2.5.). Uusi järjestelmä myös mahdollistaisi hallintarekisteröinnin sallimisen suomalaisille sijoittajille ilman, että siitä välttämättä seuraisi omistuksen julkisuusasteen mataltumista. Uuden rekisterin osapuoliksi tulisivat muun muassa EFin osapuolina toimivat pankit ja muut tilinhoitajayhteisöt, jotka ovat jo nykyään osakeomistuksia koskevan tiedon alkulähde. Omaisuudenhoitotilien käytön ja hallintarekisteröinnin salliminen suomalaisille sijoittajille myös poistaisi nykyiseen tilanteeseen liittyvän EU-oikeudellisen epävarmuuden sekä yhdenvertaistaisi suomalaisten ja ulkomaisten sijoittajien oikeudellisen kohtelun.

Uusikaan kyselyjärjestelmä ei kuitenkaan olisi täysin ongelmaton. Vaikein haaste liittyisi omistajatietojen kattavuuden varmistamiseen. Järjestelmä koskisi vain Suomessa toimivia säilyttäjiä, joten ulkomailla toimivat säilyttäjät ja heidän ylläpitämät omistustiedot jäisivät järjestelmän ulkopuolelle, vaikka näiden säilyttäjien asiakkaisiin kuuluisikin suomalaisia. Tilanne olisi kuitenkin vastaava myös nykyjärjestelmässä ilman ulkomaille ulottuvaa ja EU-oikeudellisesti kiistanalaista hallintarekisteröintikieltoa.

Uudessa järjestelmässä suomalaiset liikkeeseenlaskijat olisivat luultavasti edelleen riippuvaisia arvopaperikeskuksen osakasluetteloiden pitoon liittyvistä palveluista. Kuten luonnoksessa hallituksen esitykseksi todettiin, omistajatiedoilla ei olisi uudessa järjestelmässä yhtiö- tai varallisuus oikeudellisia oikeusvaikutuksia, vaan oikeusvaikutteiset omistajatiedot määräytyisivät jatkossakin arvo-osuusjärjestelmän kirjausten perusteella ja OYL:n mukaan.<sup>95</sup> Tässä ei sinänsä olisi mitään poikkeuksellista: suurimmassa osassa Euroopan erimaiden arvopaperimarkkinoita ja kaikissa niin sanotuissa suoran omistuksen järjestelmissä kansallinen arvopaperikeskus toimii pääasiallisena rekisterinpitäjänä eli muun muassa ylläpitää oikeusvaikutteisia omistajaluetteloita. Suomen kaltaisten suorien järjestelmien merkittävä etu on, että niissä ylläpidetyt omistustiedot päivittyvät lähes reaaliaikaisesti, koska arvo-osuusrekisteri on välittömässä yhteydessä arvopaperikeskuksen tilijärjestelmään. Toisenlaisissa järjestelmissä, kuten Tanskassa, arvopaperikeskukselle ei ole lailla annettu rekisterinpitoa koskevia tehtäviä. Esimerkiksi Tanskan mallissa arvopaperikeskus tarjoaa liikkeeseenlaskijoille rekisterinpitopalveluita tytäryhtiönsä kautta kilpailulla markkinalla.<sup>96</sup>

95 Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi, luonnos 21.10.2015, 22.

96 Vertaileva katsaus on tehty ECSDA:n raportissa the registration of securities holders, 19 July 2016.

Onkin syytä korostaa, että uudenlaisen kyselyjärjestelmän perustaminen ei tarkoittaisi sitä, että Suomessa siirryttäisiin takaisin kohti hajautettuihin rekistereihin perustuvaa arvo-osuusjärjestelmää. Suomen arvo-osuusrekisteri oli vielä 1990-luvun alussa hajautettu, ja vasta vuonna 2000 silloiset kuusi arvo-osuusrekisteriä keskitettiin yhteen arvopaperikeskukseen. Keskitetyn kirjaamisjärjestelmän edut olivat tällöin selkeät, kun taas hajautettu rekisteri oli virhealtis ja kyvytön vastaamaan tapahtumamäärien voimakkaaseen kasvuun. Suomessa keskitetty arvo-osuusjärjestelmä on toiminut hyvin, eikä arvo-osuusrekisterin sijaintipaikkaa ole syytä arvioida nykytilanteessa uudelleen. Keskitetyn ja suoran järjestelmän haittapuolekset liittyvät lähinnä järjestelmän käyttöönoton vaikutuksiin markkinaosapuolten väliselle kilpailulle. Tämäkin riski tunnistettiin jo keskitettyä järjestelmää perustettaessa.<sup>97</sup>

Tulevaisuudessa myös uudenlaiset markkinoilla kehitetyt teknologiset ratkaisut voivat ratkaista rajat ylittäviin arvopaperien hallintaketjuihin liittyviä läpinäkyvyysongelmia. Viime vuosina pankit, keskuspankit, pörssit ja arvopaperikeskukset ovat investoineet suuria summia uudentyyppisten hajautettujen rekisterien (*distributed ledger technology, DLT*) kehittämiseen. Myös kansainvälinen arvopaperikeskus Euroclear Bank on arvioinut, että DLT:n tai niin sanotun lohkoketjuteknologian avulla voidaan potentiaalisesti ratkaista monia moniportaisuuteen liittyviä ongelmia.<sup>98</sup> Suomesta Nordea ja OP kuuluvat teknologiayhtiö R3:n vetämään ja suurimmat kansainväliset pankit sisältävään konsortioon, joka niin ikään kehittää lohkoketjuteknologiaan perustuvia teknologisia standardeja ja sovelluksia. Australialainen pörssi ASX on ilmoittanut korvaavansa nykyisen osakeselvitysjärjestelmänsä DLT:hen perustuvalla uudella järjestelmällä vuoteen 2021 mennessä.<sup>99</sup> On kuitenkin liian aikaista ennakoida teknologian laajempaa potentiaalia osakemarkkinoilla.

Tässä selvityksessä ei ole mahdollista arvioida uuden kyselyjärjestelmän perustamisen ja hallintarekisteröinnin sallimisen taloudellisia vaikutuksia. Kotimaisen säilytys- ja osakevälitysmarkkinan kilpailukyvyyn ylläpitäminen on kuitenkin yksi tärkeimmistä keinoista ylläpitää suomalaisten pörssiyritysten omistuksen julkisuusastetta yhdentyvässä Euroopassa.

Uuteen omistuksen julkisuutta palvelevaan järjestelmään siirtyminen edellyttäisi joka tapauksessa eräiden vaikeiden oikeudellisten kysymysten ratkaisemista. Näistä keskeisin koskee julkisuuden suhdetta perusoikeuksiin ja henkilötietojen suojaan. Suomessa tietosuojavaltuutetun toimisto on esittänyt, että omistustietojen yhteys yhtiökohtaisiin osakseluetteloihin ei saisi kadota uudessakaan järjestelmässä. Toisin sanoen järjestelmässä ei saisi hakea tietoja tietyn henkilön kaikista osakeomistuksista. Kriittisiä huomioita on esittänyt

97 HE 28/2000.

98 Euroclear, Slaughter and May, Blockchain settlement: Regulation, innovation and application - Regulatory and legal aspects related to the use of distributed ledger technology in post-trade settlement, November 2016, 7.

99 ASX, CHESS Replacement: New Scope and Implementation Plan, Consultation Paper, April 2018.

myös Euroopan tietosuojavaltuutettu, joka on jopa vastustanut keskitettyjen omistus-tietorekisterien perustamista.<sup>100</sup> On mahdotonta arvioida, millä tavalla omistustietojen avoimuuteen sekä yksityisyyden suojaan liittyvät vastakkaiset tavoitteet ja arvot ratkeavat EU:ssa. Pääomamarkkinaunionin kaltaiset hankkeet joka tapauksessa tarkoittavat sitä, että etenkin viranomaisten tiedonsaannin kehittämiseen liittyviä kysymyksiä tulee jatkossakin edistää EU:n tasolla.

---

100 Opinion of the European Data Protection Supervisor on the Commission Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement, Brussels, 28 October 2014.

## 6. Yhteenveto

Tässä selvityksessä on arvioitu lainsäädännöllisiä keinoja ylläpitää suomalaisten pörssi-yhtiöiden omistustietojen julkisuutta vähintään nykytasolla. Keinoja on arvioitu erityisesti suhteessa EU:n perussopimusten turvaamiin sisämarkkinoiden vapauksiin sekä olennaiseen EU-sääntelyyn, kuten APK-asetukseen. Selvityksen lähtökohtana oli, että ainoa tapa varmistaa omistuksen julkisuuden säilyminen nykytasolla on rajoittaa lainsäädännöllä omistus- ja kauppatietojen liikkumista ulkomaille, EU-jäsenvaltiot mukaan lukien. Käytännössä tämä tarkoittaisi ulkomaisten osakesäilytys- ja välityspalveluiden käytön sekä ulkomaisten arvopaperikeskusten käytön rajoittamista tai niiden käytön tosiasiallista vaikeuttamista suomalaisille sijoittajille. Keskeisessä asemassa olisi jatkossakin osakeomistuksen hallintarekisteröinnin – eli osakeomistuksen kirjaaminen muun kuin todellisen osakkeenomistajan nimiin – kieltäminen suomalaisille sijoittajille sekä kiellon ulottaminen Suomen ulkopuolelle.

APK-asetuksen nimenomainen poikkeussäännös mahdollistaa nyky muodossaan sen, että Suomi jatkossakin edellyttää kotimaisilta sijoittajilta niin sanotun suoran omistuksen järjestelmän käyttöä. Hallintarekisteröintikiellon ulottaminen Suomen ulkopuolelle on kuitenkin EU:n perussopimusten näkökulmasta ongelmallista. Suomen nykyinen lainsäädäntö, erityisesti AOJSL 4:4.3, rajoittaa EU:n perussopimusten turvaamien palveluiden sekä pääomien vapaata liikkuvuutta. Arvioidessaan tällaisten rajoitusten oikeutusta, EU-tuomioistuin kiinnittää vakiintuneesti huomioita muun muassa siihen, ovatko rajoitukset 1) perusteltavissa yleiseen etuun liittyvillä pakottavilla syillä, 2) soveltuvia ja tehokkaita sekä 3) oikeasuhtaisia. Suhteellisuusvaatimuksen mukaan rajoitukset eivät saa puuttua perusvapauksiin enemmän kuin mikä on tarpeen määritellyn päämäärän saavuttamiseksi. Selvityksessä esitetyn arvion mukaan muihin EU-jäsenvaltioihin ulottuva hallintarekisteröintikielto ei täyttäisi mainittuja vaatimuksia, vaan EU-tuomioistuin pitäisi kieltoa mitä todennäköisimmin EU:n perussopimusten vastaisena.

Arvopaperimarkkinoiden perusinfrastruktuuria koskevan sääntelyn yhdenmukaistaminen, kilpailun lisääntyminen tällä palvelumarkkinalla sekä eurooppalaisen osakemarkkinan kehittäminen ovat Euroopan komission pääomamarkkinaunioni-hankkeen keskeisimpiä tavoitteita. Yhtiöoikeudellisen julkisuusperiaatteen toteuttaminen Suomessa rajoittamalla



palveluiden ja pääomien vapaata liikkuvuutta EU:n sisämarkkinoilla ei tämän selvityksen perusteella olisi kestävä strategia pitkällä aikavälillä. Potentiaalinen läpinäkyvyyttä edistävä keino olisi uusi keskitetty kyselyjärjestelmä, johon kerättäisiin omistustiedot Suomessa toimivilta säilyttäjiltä ja välittäjiltä. Järjestelmä mahdollistaisi omaisuudenhoitotilien käytön ja hallintarekisteröinnin sallimisen suomalaisille sijoittajille ilman, että siitä välttämättä seuraisi omistuksen julkisuusasteen madaltumista. Mainittu lainmuutos poistaisi myös nykyiseen tilanteeseen liittyvän EU-oikeudellisen epävarmuuden.

## VIITTEET

### EU-tuomioistuimen oikeustapaukset

- Asia C-278/02 Handlbauer, (2004) ECR I-06171  
 Asia C-422/01 Försäkringsstatiebolaget Skandia v Riksskatteverket (2003) ECR I-06817.  
 Yhdistetyt asiat C-465/00, C-138/01 and C-139/01, Österreichischer Rundfunk ym. (2003) ECR I-04989.  
 Yhdistetyt asiat C-369/96 ja C-376/96 Jean-Claude Arblade and Arblade & Fils SARL (C-369/96) and Bernard Leloup, Serge Leloup and Sofrage SARL (1998) ECR I-8453.  
 Asia C-55/94 Reinhard Gebhard v Consiglio dell'Ordine degli Avvocati e Procuratori di Milano (1995) ECR I-4165.  
 Asia C-384/93 Alpine Investments v Minister van Financien (1995) ECR I-1141.  
 Asia C-204/90 Bachmann (1992) ECR I-249.  
 Asia C-205/84 Commission v Germany (1986) ECR 3755.  
 Asia C-286/82 ja C-26/83 Luisi and Carbone v Ministero del Tesoro (1984) ECR 377.  
 Asia C-478/98 komissio v Belgia ECR (2000) I-07587.

### Kirjallisuus, viranomaisasiakirjat, ym.

- Arvopaperien moniportainen hallinta 2002, Valtiovarainministeriön työryhmämuistioita 14/2002.  
 Arvopaperien säilytysmallien laajentumisen ja yhdentyvien markkinarakenteiden toteutumisen arviointi sekä arvopaperikeskusasetuksen täytäntöönpanon valmistelu. Työryhmämuistio VM 033:00/2014.  
 Arvopaperikäsittelyn kehittämistoimikunnan mietintö 1985.  
 Arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistus, luonnos hallituksen esitykseksi 18.2.2011, työryhmän muistio, Valtiovarainministeriön julkaisu 12/2011.  
 ASX, CHES Replacement: New Scope and Implementation Plan, Consultation Paper, April 2018.  
 Barnard, Catherine, *The Substantive Law of the EU: the Four Freedoms* (Oxford University Press, 2013).  
 Computershare, Transparency of Share Ownership, Shareholder Communications and Voting in Global Capital Markets, March 2015, vs. 1.4.  
 Craig, Paul ja Gráinne De Búrca, *EU Law: Text, Cases, and Materials* (5th ed.) (Oxford University Press, 2011).  
 EAMV, Questions and Answers – Implementation of the Regulation (EU) No 909/2014 on improving securities settlement in the EU and on central securities depositories.  
 ECSDA, Overview of CSD links in Europe, 29 July 2016.  
 ECSDA, Response to the EPTF consultation.  
 Euroclear Finland Oy:n säännöt (vahvistettu 2.5.2018)  
 Euroclear Finlandin lausunto Eduskunnan talousvaliokunnalle hallituksen esityksestä laiksi arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi, Helsinki, 5.4.2016.  
 Euroclear, Slaughter and May, Blockchain settlement: Regulation, innovation and application - Regulatory and legal aspects related to the use of distributed ledger technology in post-trade settlement, November 2016.  
 Euroopan komissio, Commission Staff Working Document, Impact assessment accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on improving securities settlement in the European Union and on Central Securities Depositories (CSDs) and amending Directive 98/26/EC, SWD/2012/0022 - COD 2012/0029.

- Euroopan komissio, Consultation Document on post-trade in a Capital Market Union: dismantling barriers and strategy for the future, 23.8.2017.
- Euroopan komissio, Regulation on securities settlement and on Central Securities Depositories in the EU ("CSD Regulation") – Frequently Asked Questions, Brussels, 16 April 2014.
- Euroopan tietosuojavaltuutetun lausunto direktiivistä 2017/828/EU.
- European Post Trade Forum, EPTF Report, Annex 3. Detailed analysis of the European Post Trade Landscape, 15th May 2017.
- European Post-Trade Forum Report, 15.5.2017.
- Hallituksen esitys 104/1990 eduskunnalle laiksi arvo-osuusjärjestelmästä sekä siihen liittyväksi lainsäädännöksi.
- Hallituksen esitys 27/1977 eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi.
- Hallituksen esitys 28/2000 vp eduskunnalle arvo-osuusrekisterien keskittämistä arvopaperikeskukseen koskevaksi lainsäädännöksi.
- Hallituksen esitys 28/2016 vp eduskunnalle laiksi arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta sekä eräiksi siihen liittyviksi laeiksi.
- Hallituksen esitys 32/2012 eduskunnalle arvopaperimarkkinoita koskevaksi lainsäädännöksi.
- Hjerpe, Riitta. "Monikansallisten yritysten tulo Suomeen ennen toista maailmansotaa." *Kansantaloudellinen aikakauskirja* 3.2004 (2004): 216-238.
- Komission tiedonanto Euroopan Parlamentille, neuvostolle, Euroopan talous- ja sosiaalikomiteall ja alueiden komitealle. Pääomamarkkinaunionin luomista koskeva toimintasuunnitelma, Bryssel 30.9.2015 COM(2015) 468 final.
- Komiteanmietintö 1969: A 20.
- Moloney, Niamh. *EU Securities and Financial Markets Regulation* (Oxford University Press, 2014).
- Nasdaq Baltic, Nasdaq Merges its Baltic CSDs to Create Nasdaq CSD, lehdistötiedote 19.9.2017.
- Oikeusministeriön lausunto Eduskunnan talousvaliokunnalle hallituksen esityksestä laiksi arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta sekä eräiksi siihen liittyviksi laeiksi (HE 28/2016 vp), 25.4.2016.
- Opinion of the European Data Protection Supervisor on the Commission Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement, Brussels, 28 October 2014.
- Osakeyhtiölakityöryhmän mietintö, työryhmämietintö 2003:4.
- Osakkeenomistajien oikeudet -työryhmä, Työryhmämuistio, Valtiovarainministeriön julkaisu – 11/2018.
- Oxera report, Monitoring prices, costs and volumes of trading and post-trading services (MARKT/2007/02/G). Report prepared for European Commission DG Internal Market and Services, May 2011.
- Professori Eva Liljebloomin raportti arvopaperien moniportaisen hallinnan ja hallintarekisteröinnin laajentamisen taloudellisista vaikutuksista. Selvityshenkilön raportti, VM 32/2010.
- Raitio, Juha. *Eurooppaoikeus ja sisämarkkinat* (Talentum, Helsinki 2013).
- Sánchez, Sara Iglesias, Purely Internal Situations and the Limits of EU Law: A Consolidated Case Law or a Notion to be Abandoned? *14 European Constitutional Law Review* 7 (2018).
- Talousvaliokunnan mietintö 7/2006 vp (TaVM 7/2006 vp - HE 109/2005 vp).
- The Giovannini Group, Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union, Brussels, November 2001.
- Thévenoz, Luc, *Intermediated Securities, Legal Risk, and the International Harmonization of Commercial Law*, 13 Stan. JL Bus. & Fin. 384 (2007).
- Tietosuojavaltuutetun lausunto valtiovarainministeriölle luonnoksesta hallituksen esitykseksi laiksi arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta sekä eräiksi siihen liittyviksi laeiksi, 2.11.2015.
- Valiokunnan mietintö TaVM 7/2017 vp.
- Verohallinnon lausunto Eduskunnan talousvaliokunnalle hallituksen esityksestä eduskunnalle laiksi arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta sekä eräiksi siihen liittyviksi laeiksi, 8.4.2016.
- Verohallinnon päätös yleisestä tiedonantovelvollisuudesta, 12.12.2017, A215/200/2017.

## Liite 1: Haastattelut

### Raporttia varten selvityshenkilö on haastatellut seuraavien tahojen edustajia.

Borenius asianajotoimisto Oy

Asianajotoimisto Castrén & Snellman Oy

Euroclear Finland Oy

Keskuskauppakamari

Listayhtiöiden neuvottelukunta

Mandatum Henkivakuutusosakeyhtiö

Nasdaq Helsinki Oy

Nordea Bank Ab

Oikeusministeriö

OP Ryhmä

Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ)

Verohallinto

Kirjoittaja:  
Heikki Marjosola



**VALTIOVARAINMINISTERIÖ**  
Snellmaninkatu 1 A  
PL 28, 00023 VALTIOEUVOSTO  
Puhelin 0295 160 01  
[www.vm.fi](http://www.vm.fi)

ISSN 1797-9714 (pdf)  
ISBN 978-952-251-972-6 (pdf)

Syyskuu 2018