

**Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi arvopaperimarkkinain muuttamisesta sekä muuksi arvopaperikaupan selvitystoimintaa koskevaksi lainsäädännöksi**

**ESITYKSEN PÄÄASIALLINEN SISÄLTÖ**

Arvopaperimarkkinalaissa säädetään tällä hetkellä arvopaperimarkkinoiden perustoinnoista, kuten arvopaperien markkinoinnista ja liikkeeseenlaskusta sekä kaupankäynnistä yleiseen liikkeeseen lasketuilla arvopapereilla. Arvopaperikaupoista johtuvien velvoitteiden täyttämistä ei sitä vastoin ole voimassa vastaavia laintasaisia normeja. Tällaista toimintaa kutsutaan esityksessä selvitystoiminnaksi. Kaupankäynnistä vakioituilla johdannaissovimuksilla ja näiden sopimusten selvityksestä on säädetty erikseen.

Arvopaperimarkkinalakiin ehdotetaan lisättäväksi uusi arvopaperikauppojen selvitystoimintaa koskeva 4 a luku. Sääntely koskisi sekä fyysisinä asiakirjoina liikkeessä olevien arvopaperien että arvo-osuusjärjestelmään liitettyjen arvopaperien selvitystä. Asiakirjamuotoisista arvopapereista kuitenkin vain julkisen kaupankäynnin kohteiksi otettujen arvopaperien selvitys kuuluisi ehdotettavan lain soveltamisalaan.

Selvitystoiminnan ammattimaiseen ja säännölliseen harjoittamiseen vaadittaisiin toimilupa, jonka myöntäisi ehdotuksen mukaan asianomainen ministeriö. Toimintaa voisi harjoittaa vain siihen erikoistunut osakeyhtiö, jota nimitetään selvitysyhteisöksi. Selvitysyhteisön toiminnan yksityiskohtaisen sisällön määrittäisivät yhteisön laatimat säännöt. Säännöille olisi hankittava viranomaisvahvistus. Laissa säädettäisiin toiminnan yleisistä puitteista, kuten selvitysyhteisölle ja toimintaan osallistuville selvitysosapuolille asetettavista vaatimuksista, toiminnan turvallisuuden ja luotettavuuden varmistamisesta sekä eri osapuolten välisistä vastuusuhteista.

Selvitysosapuolina voisivat toimia esimerkiksi sijoituspalveluyritykset ja luottolaitokset.

Selvitysyhteisöä koskisivat saman tyyppiset säännökset kuin arvopaperipörssiä ja optioyhteisöä. Ehdotettava lainsäädäntö vastaa arvopaperimarkkinoilla käytännössä muodostunutta rakennetta, jossa kauppojen selvityksestä huolehtii kaupan osapuolista erillinen yhteisö. Selvitystoimintaa ja siihen osallistuvia yhteisöjä valvoisi rahoitustarkastus.

Esitys sisältää säännöksiä, joilla helpotettaisiin selvitystoimintaa ja arvopaperimarkkinoiden osapuolten asemaa. Selvitysyhteisöjen ja arvopaperinvälittäjien oikeutta järjestää arvopaperien niin sanottua lainaus-toimintaa ja osallistua siihen selvitystoiminnan yhteydessä selvennetään. Esitys parantaa toteutuessaan mahdollisuuksia kehittää arvopaperimarkkinoiden toimintaa tehokkaammaksi, turvallisemmaksi ja luotettavammaksi. Esityksellä pyritään siten parantamaan niin sijoittajien, markkinaosapuolten kuin julkisen vallankin asemaa arvopaperimarkkinoilla.

Euroopan unionin direktiivit edellyttävät, että Euroopan talousalueella toimiluvan saaneiden, sijoituspalveluja tarjoavien yritysten sallitaan osallistua kansallisiin selvitysjärjestelmiin ilman syrjintää. Direktiivien vaatimukset on otettu esityksessä huomioon. Euroopan unionin lainsäädäntö ei toistaiseksi sisällä muita selvitystoimintaa suoranaisesti koskevia normeja.

Lait ehdotetaan saatettavaksi voimaan mahdollisimman pian sen jälkeen kun ne on hyväksytty ja vahvistettu.

## SISÄLLYSLUETTELO

	Sivu
ESITYKSEN PÄÄASIALLINEN SISÄLTÖ .....	1
YLEISPERUSTELUT .....	4
1. Selvitystoiminnan kuvaus .....	4
<i>Arvopaperikaupan selvitys</i> .....	4
<i>Arvopaperikauppojen selvitystavat</i> .....	5
<i>Arvopaperiluovutuksiin ja selvitystoimintaan liittyvät riskit</i> .....	6
<i>Selvitystoiminnan merkitys</i> .....	8
2. Nykytila .....	9
2.1. Lainsäädäntö .....	9
<i>Arvopaperikauppaa koskeva voimassa oleva oikeus</i> .....	9
<i>Itsesääntely</i> .....	12
<i>Selvitystoimintaa koskeva voimassa oleva oikeus</i> .....	12
<i>Kaupintatilit</i> .....	13
<i>Konkurssilainsäädäntö</i> .....	14
<i>Laki kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termiineillä (772/1988)</i> .....	15
2.2. Käytäntö .....	15
<i>Arvo-osuusjärjestelmä</i> .....	15
<i>Helsingin Arvopaperipörssi Oy:n kaupankäyntijärjestelmä</i> .....	16
<i>Suomen Arvopaperikeskus Oy:n selvitysjärjestelmä osakemarkkinoilla</i> .....	17
<i>Arvo-osuusluovutusten selvitys</i> .....	17
<i>Arvopaperien luovutusten selvitys</i> .....	19
<i>Rahamarkkinat</i> .....	20
<i>Rahamarkkinoiden selvitysjärjestelmä</i> .....	21
<i>Rahamarkkinakaupankäynnin selvitys</i> .....	21
<i>Seuraamukset, valvonta</i> .....	23
<i>Joukkovelkakirjamarkkinat</i> .....	23
<i>Suomen Pankin sekkitilijärjestelmä ja arvopaperikaupan maksuliikenne</i> .....	24
<i>Maksujenvälitysjärjestelmä</i> .....	24
<i>Arvopaperikaupan maksuliikenne</i> .....	26
2.3. Kansainvälinen kehitys ja ulkomaiden lainsäädäntö .....	26
<i>Kansainväliset suositukset</i> .....	26
<i>Euroopan unioni</i> .....	28
<i>Kansainväliset selvityskeskukset</i> .....	28
<i>Euroclear ja Cedel</i> .....	29
2.4. Nykytilan arviointi .....	29
<i>Selvitystoimintaa koskevan yhtenäisen lainsäädännön puute</i> .....	29
<i>arvopaperimarkkinoilla</i> .....	29
<i>Itsesääntelyihin perustuvien järjestelyjen sitovuus</i> .....	30
<i>Luovutusedellytysten varmistaminen ja arvopaperien lainaustoiminta</i> .....	30
<i>Kauppojen toteuttamisedellytykset</i> .....	30
<i>Tyhjät kauppaketjut</i> .....	31
<i>Arvopaperien lainaustoiminta</i> .....	31
<i>Kansainvälisen kilpailun vaikutus</i> .....	33
<i>Julkisen vallan vastuun vähentäminen ja selkeyttäminen</i> .....	34
3. Esityksen tavoitteet ja keskeiset ehdotukset .....	35
3.1. Tavoitteet .....	35
3.2. Keskeiset ehdotukset .....	36

4. Esityksen taloudelliset vaikutukset . . . . .	39
<i>Kokonaistaloudelliset vaikutukset</i> . . . . .	39
<i>Vaikutukset yritystoimintaan</i> . . . . .	39
5. Asian valmistelu . . . . .	39
6. Muita esitykseen vaikuttavia seikkoja . . . . .	41
6.1. Riippuvuus kansainvälisistä sopimuksista ja velvoitteista . . . . .	41
YKSITYISKOHTAISET PERUSTELUT . . . . .	42
1. Lakiehdotusten perustelut . . . . .	42
1.1. Laki arvopaperimarkkinalain muuttamisesta . . . . .	42
1.2. Laki sijoituspalveluyrityksistä annetun lain 52 §:n muuttamisesta . . . . .	86
1.3. Laki kaupankäynnistä vakioituilla optioilla ja termiineillä annetun lain 2 luvun 4 §:n muuttamisesta . . . . .	86
1.4. Laki arvo-osuusjärjestelmästä annetun lain 28 §:n muuttamisesta . . . . .	86
1.5. Laki arvo-osuustileistä annetun lain 16 §:n muuttamisesta . . . . .	86
1.6. Laki osakeyhtiölain 3 a luvun 7 §:n 2 momentin kumoamisesta . . . . .	89
2. Tarkemmat säännökset ja määräykset . . . . .	89
3. Voimaantulo . . . . .	89
LAKIEHDOTUKSET . . . . .	90
1. Laki arvopaperimarkkinalain muuttamisesta . . . . .	90
2. Laki sijoituspalveluyrityksistä annetun lain 52 §:n muuttamisesta . . . . .	97
3. Laki kaupankäynnistä vakioituilla optioilla ja termiineillä annetun lain 2 luvun 4 §:n muuttamisesta . . . . .	98
4. Laki arvo-osuusjärjestelmästä annetun lain 28 §:n muuttamisesta . . . . .	98
5. Laki arvo-osuustileistä annetun lain 16 §:n muuttamisesta . . . . .	99
6. Laki osakeyhtiölain 3 a luvun 7 §:n 2 momentin kumoamisesta . . . . .	100
LIITE . . . . .	101
Rinnakkaistekstit . . . . .	101

## YLEISPERUSTELUT

### 1. Selvitystoiminnan kuvaus

#### *Arvopaperikaupan selvitys*

Arvopaperikaupasta seuraa pelkistetysti myyjälle velvollisuus toimittaa arvopaperit ostajalle. Ostaja puolestaan on velvollinen maksamaan arvopaperien kauppahinnan myyjälle. Kehittyneillä arvopaperimarkkinoilla kauppaa käydään erillisillä markkinapaikoilla hyvin nopeasti. Arvopaperien omistajat käyttävät tavallisesti edustajia, kuten arvopaperinvälittäjiä, jotka tekevät ja loppuunsaattavat kaupan omistajien lukuun. Arvopapereita myyvät ja ostavat sijoittajat eivät yleensä joudu tekemisiin toistensa kanssa. Arvopaperikaupaan liittyviä velvoitteita ei käytännössä täytetä välittömästi kaupan yhteydessä, vaan kaupantekohetken ja kaupasta seuraavien velvoitteiden täyttämisen väliin jää usein vähintään muutamia päiviä. Nopeassa kaupankäynnissä käy helposti esimerkiksi niin, että toimeksiannon puhelimessa vastaanottanut arvopaperinvälittäjä ehtii tehdä arvopaperikaupan ennen kuin määräyksen antanut asiakas toimittaa arvopaperit tai kauppahinnan välittäjän haltuun. Arvopaperinvälittäjän yleiseen huolenpitovelvoitteeseen kuuluu kuitenkin sen tarkistaminen, että asiakas kykenee täyttämään toimeksiannosta johtuvat velvoitteet ajoissa.

Arvopaperinvälittäjät toteuttavat kaupan käyntipäivän aikana useita asiakkaiden toimeksiantoja. Samalla välittäjät saattavat lisäksi käydä kauppaa omaan lukuunsa. Kukaan yksittäiseen kauppaan liittyvät oikeudet ja velvollisuudet on määriteltävä erikseen yksityiskohtaisesti. Kauppojen loppuunsaattamiseksi tulee jokaisen kaupan kohteena olevat arvopaperit tai arvo-osuudet toimittaa ostaja-asiakkaille ja kauppahinnat maksaa myyjäasiakkaille. Näiden tehtävien hoitaminen on usein tarkoituksenmukaisinta järjestää kaupankäynnistä erilliseksi kokonaisuudeksi, jota kutsutaan *selvitystoiminnaksi*.

Aikaisemmin suomalaiset arvopaperinvälittäjät selvittivät arvopaperikaupat keskenään vakiintuneen käytännön mukaisesti. Selvitykseen kuuluvien tehtävien hoito pyritään nykyisin kuitenkin eriyttämään selvitystoimintaan erikoistuneisiin selvitysyhteisöihin.

Eriyttäminen johtuu markkinoiden kehityksestä, ja suuntaus on länsimaissa yleinen. Selvityspalveluja käyttävät markkinaosapuolet haluavat seurata tarkasti selvitystoiminnan kustannusten jakoa ja tasapuolisuutta. Erillisessä selvitysyhteisössä kustannuksia voidaan seurata paremmin kuin järjestelmässä, jossa joku palveluita tarvitsevista osapuolista huolehtii selvityksestä. Selvitystoiminnassa tarvittavan maksuvalmiuden varmistaminen ja rajaaminen on myös helpompaa, jos keskuspankin maksuvalmiusluotot ja muut järjestelyt voidaan kohdistaa markkinaosapuolista erilliseen selvitysyhteisöön.

Selvitysyhteisöjä on eri maissa perustettu joko markkinapaikkojen, kuten arvopaperipörssien, tai arvopaperien säilytyksestä ja rekisteröinnistä huolehtivien yhteisöjen yhteyteen. Samalla on siirretty kahden arvopaperinvälittäjän välisestä selvityksestä keskitettyyn selvitykseen, johon osallistuu samanaikaisesti useita osapuolia.

Selvitystoiminta järjestetään usein keskiteytysti selvitysyhteisön ja sen hyväksymien selvitysosapuolien välillä. Selvitysosapuolina toimivat tyypillisesti luottolaitokset, muut arvopaperinvälittäjät ja erilaiset markkinoille osallistuvat julkisoikeudelliset yhteisöt. Selvitystoiminnassa noudatetaan selvitysyhteisön laatimia sääntöjä, joihin osapuolten on nimenomaisesti sitouduttava.

Selvitysyhteisö toimii arvopaperikaupan selvitykseen osallistuvien osapuolten lukuun kauppojen toteuttamiseksi. Yhteisön asema ja tehtävät saattavat kuitenkin eri maissa ja eri markkinoilla vaihdella huomattavasti. Yleensä vähimmäisvaatimus on, että yhteisö pystyy valvomaan sekä arvopaperien toimitusten toteutumista että kauppahintojen maksuliikennettä. Tästä syystä selvitysyhteisöillä on oltava kiinteät yhteydet maksujenvälitysjärjestelmään.

Selvitys saattaa vaatia useita eri työvaiheita ennen kuin arvopaperit voidaan luovuttaa lopullisesti ostajalle ja kauppahinta myyjälle. Arvopaperikauppa täytyy ensin todeta osapuolia sitovaksi, ja tämän jälkeen on toteutettava omistusoikeuksien siirto sekä huolehdittava arvopaperien tai arvo-osuuk-sien toimituksista ja rahamaksuista.

Selvitystoiminnassa erotetaan yleensä neljä



vaihetta. Kauppatapahtuman jälkeen tarkistetaan, että osapuolet ovat yksimielisiä kaupan ehdoista, kuten myydystä arvopaperilajista, arvopaperimäärästä, kauppahinnasta ja toimitusajankohdasta. Tätä vaihetta kutsutaan *vahvistukseksi* (engl. *matching, confirmation*). Yksimielisyys voidaan todeta osapuolten erikseen tekemistä ilmoituksista, mutta automatisoidussa kaupankäynnissä vahvistus voi myös liittyä suoraan kauppatapahtumaan. Tämän jälkeen selvitysyhteisön on varmistettava, että kauppa täyttää ne selvitettäväksi ottamisen edellytykset, jotka yhteisö on itse säännöksensä tai muuten määritellyt. Lisäksi on tutkittava, voidaanko luovutukset käytännössä toteuttaa sovittuna ajankohtana. Jos nämä vaatimukset on täytetty, selvitysyhteisö *hyväksyy* kaupan selvitettäväksi (engl. *affirmation*). Yhteisö saattaa ottaa itse hyväksymisen yhteydessä myös vastuun kaupan loppuunsaattamisesta joko asettamalla kaupan osapuoleksi tai takaamalla muuten sen lopputuloksen.

*Selvitysvaiheessa* (engl. *clearing*) määritellään kullekin selvitysosapuolelle kaupoista aiheutuvat velvoitteet ja oikeudet. Selvityksen jälkeen tiedetään, kuinka paljon osapuoli on selvollinen toimittamaan ja samaan erilaisia arvopapereita ja rahaa. Viimeinen vaihe on *toimitus* (engl. *settlement*), jonka yhteydessä selvityksessä määritetyt velvoitteet toteutetaan. Toimitus sisältää siten esimerkiksi arvopaperien siirron ostavan osapuolen hallintaan ja kauppahinnan maksun myyvän osapuolen pankkitilille. Selvitystoinnassa edellytetään yleensä, että arvopaperien toimitus selvitysosapuolelle tapahtuu vain osapuolelta saatavaa kauppahinnan maksua vastaan (toimitus maksua vastaan -periaate, engl. *delivery versus payment*).

Suomessa selvitysosapuolina toimivat arvopaperinvälittäjät noudattavat osittain erilaisia käytäntöjä tukku- ja vähittäisasiakkaiden kauppojen selvityksessä. Suuret sijoittajat kuten ulkomaiset asiakkaat, suuryritykset ja rahastot vaativat, että välittäjä toimittaa arvopaperit maksua vastaan. Toisaalta välittäjät joutuvat yleensä luottamaan siihen, että suurasiakkaalla on hallussaan myytäväksi annetut arvopaperit. Henkilöasiakkaiden maksukyky sen sijaan pyritään yleensä varmistamaan etukäteen. Tavallisesti asiakkaiden suoritus varataan selvitysosapuolen käyttöön ennen selvityshetkeä, jotta osapuoli voisi täyttää toimeksiannot. Vähittäisasiakas ei siten välttämättä saa välitöntä vastasuori-

tusta omalle suoritukselleen vaan joutuu luottamaan osapuolen kykyyn huolehtia kaupan loppuunsaattamisesta.

### *Arvopaperikauppojen selvitystavat*

Arvopaperikaupat selvitettiin aikaisemmin siten, että myyjän arvopaperinvälittäjä toimitti arvopaperit erikseen jokaisesta kaupasta ostajan arvopaperinvälittäjälle. Ostajan arvopaperinvälittäjä puolestaan maksoi kauppahinnan arvopaperitoimitusta vastaan. Selvitys oli siten *kauppakohtaista ja kahdenvälistä*. Kun kauppatapahtumien lukumäärä kasvoi ja kaupankäynti nopeutui, lisääntyivät myös tästä selvitystavasta johtuvat kustannukset ja epäkohdat. Siksi sekä kansainvälisillä että kotimaisilla markkinoilla on turvaututtu erityyppisiin *nettoutusmenettelyihin*.

Yleensä saman kauppapäivän aikana tehdyt arvopaperikaupat kootaan kaupankäynnin loppumisen jälkeen selvitettäväksi yhdessä. Selvitysosapuolena toimiva arvopaperinvälittäjä on päivän aikana saattanut sekä myydä että ostaa samaa arvopaperilajia. Kauppojen täyttämiseksi pitäisi osapuolen siten yhtäältä vastaanottaa ja toisaalta itse toimittaa samanlaisia arvopapereita. Nämä vastakkaissuuntaiset velvoitteet ja saamiset voidaan selvityksessä yhdistää eli nettouttaa. Yhdistämisen jälkeen osapuolella on vain yksi kutakin arvopaperilajia koskeva toimitusvelvollisuus tai saatava. Osapuolelle on päivän aikana syntynyt lisäksi joukko rahamääräisiä kauppahintasaamia ja maksuvelvoitteita. Myös nämä voidaan yhdistää siten, että selvityksen jälkeen osapuoli on joko selvollinen suorittamaan tai oikeutettu saamaan nettomaksun.

Yksinkertaisin nettoutusmenettely voidaan järjestää kahden selvitysosapuolen välillä. Menettelyyn saattaa kuitenkin osallistua myös useampia selvitysosapuolia, joiden kaikkien keskinäiset velvoitteet netotetaan (monenkeskinen nettoutus).

Nettoutusmenettelyt voidaan lisäksi ryhmitellä sen mukaan, millä tavalla niissä käsitellään kauppoihin kuuluvia sopimussuhteita. Niin sanotussa positionettoutuksessa (engl. *accounting, position netting*) selvitysosapuolten velvoitteet vain lasketaan yhteen muuttamatta alkuperäisiä oikeussuhteita. Jos joku nettoutukseen osallistuvista osapuolista jättää lasketun toimitus- tai maksuvelvoitteensa täyttämättä, on nettoutuksen tulosta muu-

tettava poisjäänyttä suoritusta vastaavasti. Tällöin myös muita osapuolia koskevat nettolaskelmat muuttuvat, ja koko selvitys saatetaan joutua purkamaan.

Selvitys voidaan järjestää myös niin, että arvopaperikauppoihin liittyvät velvoitteet korvataan kokonaan selvityksen kuluessa vahvistettavilla nettovelvoitteilla. Alkuperäiset sopimukset menettävät merkityksensä, kun sopimussuhteiden uudistaminen eli novaatio on tapahtunut. Yksittäiset saatavat lakkaavat olemasta itsenäisiä, erikseen toteuttamiskelpoisia vaateita. Täyttämällä nettoutuksessa vahvistetun saatavan osapuoli täyttää kaikki nettoutuksessa huomioon otetut alkuperäiset sopimukset. Velvoitteiden ja saatavien haltijat voivat keskenään sitovasti sopia novaatiosta eli siitä, että alkuperäisten velvoitteiden sijasta suoritetaan vain nettovelvoite. Nettoutuksen sitovuus voidaan kuitenkin vahvistaa myös laissa. Novaatioon perustuvaa selvitystapaa kutsutaan velvoitenettoutukseksi (engl. *netting by novation*).

Nettoutus järjestetään vain selvitysyhteisön ja selvitysosapuolten, kuten arvopaperinvälittäjien välillä. Välittäjälle selvityksessä vahvistettavaan netto-osuuteen sisältyy usein huomattava määrä kauppvoja, jotka on tehty asiakkaiden lukuun. Välittäjä vastaanottaa asiakkailtaan rahaa ja arvopapereita, jotta kaupat voidaan toteuttaa. Tällaiset asiakasvarat arvopaperinvälittäjän on huolellisesti pidettävä erillään omista varoistaan. Asiakkailta vastaanotetuista rahamaksuista ja arvopaperitoimituksista välittäjä suorittaa nettovelvoitteet muille selvitysosapuolille tai selvitysyhteisölle. Vastaavasti osapuoli vastaanottaa selvitysjärjestelmästä nettosuorituksia. Nettoutusmenettelyn jälkeen on arvopaperinvälittäjän huolehdittava arvopaperien siirtämisestä ostaja-asiakkaille ja kauppahintojen suorittamisesta myyjäasiakkaille. Tästä syystä tulee välittäjän vielä järjestää toinen, sisäinen selvitys (engl. *internal settlement*) itsensä ja asiakkaidensa välillä.

Monenkeskisessä velvoitenettoutuksessa kaikkien selvitysosapuolten väliset sopimussuhteet korvautuvat arvopaperilajikohtaisilla ja rahamääräisillä nettovelvoitteilla. Näitä velvoitteita olisi vaikea kohdistaa, jollei selvitysyhteisö ottaisi vastuuta kauppojen lopuusaattamisesta. Tästä syystä monenkeskinen velvoitenettoutus järjestetään käytännössä tavallisesti niin, että selvitysyhteisöstä tulee jokaisen selvitysosapuolen vastapuoli (engl. *central counterparty*).

Nettoutusmenettelyillä pyritään pienentämään arvopaperien toimitusmääriä ja selvityksestä johtuvia kustannuksia. Nettomääräiset toimitukset eivät rasita selvitysjärjestelmää yhtä paljon kuin bruttotoimitukset, ja näin riski selvitysjärjestelmän tukahtumisesta pienenee. Nettoutuksella voidaan myös vähentää rahasiirtojen määrää ja yhteisarvoa. Tämän takia nettoselvitys sitoo vähemmän likvidejä varoja kuin bruttomääriin perustuva selvitys. Nettoutusmenettelyillä pyritään lisäksi pienentämään osapuolten riskejä. Hyvin toimivassa nettoutusjärjestelmässä selvitysosapuolen riskit ovat avoimina vain lyhyen aikaa ja ne rajoittuvat nettomääräisiin saamisiin.

Toisaalta usuin kehitys selvitysjärjestelmissä näyttää merkitsevän paluuta tapahtumakohtaiseen selvitykseen. Suoritukset tehdään siinä bruttomääräisinä ja kahdenvälisinä. Tietotekniikan kehittyessä selvitysjärjestelmissä käsiteltävien tapahtumien määrä on menettänyt merkitystään. Uudet järjestelmät pystyvät käsittelemään aikaisempiin järjestelmiin verrattuna moninkertaisen määrän tietoa. Selvitystoimintaan ja nettoselvitykseen liittyviin riskeihin on lisäksi kiinnitetty enemmän huomiota kuin ennen. Nettoutuksen oikeudellinen sitovuus eri maissa vaihtelee. Tästä ongelmasta aiheutuvien epävarmuustekijöiden takia kehitys näyttää kääntyvän kohti bruttoperiaatteella tapahtuvaa selvitystä.

#### *Arvopaperiluovutuksiin ja selvitystoimintaan liittyvät riskit*

Arvopaperisijoitukseen liittyy aina vaara sijoituksen arvon alenemisesta. Arvopaperivaihdantaan ja erityisesti selvitystoimintaan sisältyy kuitenkin myös muita taloudellisia riskejä. Ne johtuvat suureksi osaksi siitä, ettei arvopaperikauppaa, kaupan kohteen luovutusta ja kauppahinnan maksua voida yleensä toteuttaa samanaikaisesti. Arvopaperiluovutusten selvitysriskit voidaan jakaa kahteen ryhmään. Osa riskeistä johtuu siitä, että kaupan täyttäminen riippuu kaikissa selvitysjärjestelmissä osaksi kaupan vastapuolesta. Muut riskit liittyvät itse selvitysjärjestelmän tekniseen toimintakykyyn ja oikeudelliseen perustaan.

*Toiminnalliset riskit* saattavat vaarantaa selvityksen ensinnäkin siksi, että selvitysjärjestelmät edellyttävät pitkälle kehittyneitä tietotekniikkaa ja korkeatasoisia tietojärjes-

telmiä. Häiriöiden lähteiden vähentämiseksi on selvitysyhteisön ja -osapuolten käyttämien järjestelmien ja tietoliikenneyhteyksien toimittava luotettavasti. Poikkeuksellisissa olosuhteissa saattaa selvitysjärjestelmän toiminta keskeytyä. Tästä syystä tulee selvitykseen osallistuvilla tahoilla olla valmiit varautumissuunnitelmat ja varajärjestelmät selvityksen uudelleen aloittamiseksi. Selvitysjärjestelmän edellytetään toipuvan mahdollisista toimintahäiriöistä nopeasti. Myös selvitysyhteisön ja selvitysosapuolten organisaatioihin saattaa sisältyä riskejä, jollei vastuu- ja toimivaltasuhteita ole järjestetty riittävän tarkkarajaisiksi. Jos toimintamallien sitovuus tai menettelyjen lainmukaisuus voidaan asettaa kyseenalaiseksi, sanotaan selvityksen sisältävän *oikeudellisia riskejä*. Esimerkiksi nettoutusmenettelyjen ja -sopimusten sitovuuden eri oikeusjärjestelmissä on kansainvälisesti kiinnitetty usein huomiota. Toiminnallisten riskien vähentäminen on erityisen tärkeää arvo-osuusjärjestelmässä, jossa arvopaperien hallinnan oikeusvaikutukset on korvattu rekisterikirjauksiin liitettyillä vaikutuksilla. Kirjausten oikeellisuus riippuu nimitäin suureksi osaksi siitä, että arvopaperikaupat on selvitetty ja toteutettu oikein.

*Vastapuoliriski* eli luottoriski tunnetaan kaikessa rahoitustoiminnassa. Vastapuoliriskillä tarkoitetaan sopimuksen osapuolen riskiä siitä, ettei vastapuoli sovittuna ajankohdana pysty suoriutumaan kaikista sopimuksen mukaisista velvoitteistaan. Jos osapuoli on jo ehtinyt suorittaa oman osuutensa sopimuksesta, voi luottoriskin toteutuminen johtaa koko suorituksen menettämiseen. Luottoriskit toteutuvat tyypillisesti silloin, kun sopimuskumppani joutuu konkurssiin. Kansainvälisesti on tunnetuksi tullut Bankhaus I.D. Herstattin vararikko. Pankin epäonnistuneiden valuuttakauppojen vuoksi saksalaiset viranomaiset sulkiivat pankin konttorit Kölnissä myöhään iltapäivällä 26.6.1974, kun New Yorkissa oli vielä varhainen aamu. Pankki oli saanut pankkipäivän aikana amerikkalaisilta pankeilta Saksan markan määräisiä maksuja, jotka johtuivat selvitetäväksi sovituista valuuttakaupoista. Bankhaus I.D. Herstatt ei kuitenkaan ehtinyt maksaa amerikkalaisille sopimuskumppaneilleen dollari-määräisiä vastasuorituksia ennen konttorien sulkemista. Pankin sopimuskumppanit kärsivät tästä syystä suuria tappioita. Tällaista selvitysmenettelyyn liittyvää riskiä suorituksen menettämisestä kutsutaan usein vararik-

kotapauksen mukaan Herstattin riskiksi.

Vaikka sopimuksen mukainen, viivästynyt suoritus lopulta tehtäisiinkin, saattaa osapuolelle aiheutua vahinkoja viivästyksestä. Tällaiset vahingot voivat johtua siitä, että kaupan kohteena olevien arvopaperien hinnat ovat kehittyneet osapuolen kannalta epäedullisesti (*hintariski*). Osapuoli on lisäksi voinut järjestää muita oikeussuhteitaan sen varaan, että vastapuolen suoritus tapahtuu ajallaan. Arvopapereista on esimerkiksi saatettu tehdä uusia peräkkäisiä kauppia. Tällaisissa tilanteissa vastapuolen viivästys voi johtaa osapuolen muissa sopimussuhteissa sopimusrikkomukseen, johon saattaa liittyä osapuolelle vahingollisia seuraamuksia, kuten sopimus-sakkoja.

*Likviditeettiriskillä* tarkoitetaan vaaraa siitä, ettei osapuolella ole riittävästi likvidejä varoja kattamaan kaikkia tiettyinä ajankohtana erääntyviä maksu- tai toimitusvelvoitteita. Maksuvalmiusvaikeudet saattavat johtua esimerkiksi markkinoiden toimintahäiriöistä, joiden takia osapuolen sijoituksia ei voida muuttaa rahaksi. Osapuolen saattaa myös olla vaikea saada luottoa erääntyvien velvoitteidensa hoitamiseen.

Selvitysjärjestelmällä on keskeinen merkitys arvopaperiluovutuksiin liittyvien taloudellisten riskien hallinnassa. Järjestelmän kautta yhtä selvitysosapuolta koskevat riskit kanavoituvat koko järjestelmään ja sen osapuoliin. Osapuoli, joka ei selviä velvoitteistaan, saattaa aiheuttaa muille osapuolille toimitus- ja maksuvaikeuksia. Kun osapuolet toimivat yleensä samanaikaisesti useilla eri markkinoilla, saattaa häiriön leviäminen vaarantaa koko rahoitusjärjestelmän toiminnan. Markkinoiden kansainvälistyminen on lisäksi tuonut mukanaan riskin siitä, että yhdessä maassa puhjennut rahoitusjärjestelmän kriisi aiheuttaa vakavia ongelmia kansainvälisillä markkinoilla. Tällaisia riskejä kutsutaan *järjestelmäriskeiksi*. Järjestelmäriskin toteutumisen vaara on suurin markkinoilla, joiden valvontaan ja oikeudelliseen sääntelyyn liittyy puutteita.

Vaikka nettoutusjärjestelmät voivat vähentää selvitystoiminnan riskejä, saattaa nettoutus myös lisätä riskejä. Selvitysjärjestelmät on usein rakennettu sen varaan, että selvitysyhteisö vastaa viime kädessä kauppojen toteuttamisesta. Järjestely vähentää selvitysosapuolille aiheutuvia vaaroja, mutta keskittää selvitysjärjestelmän riskit selvitysyhteisöön. Jollei selvitysyhteisön rahoitusta ole

turvattu, voi yhden selvitysosapuolen toimintahäiriö johtaa siihen, ettei yhteisö pysty täyttämään velvoitteitaan. Tämä puolestaan saattaa aiheuttaa vakavan kriisin rahoitusmarkkinoilla.

Monenkeskinen velvoitenettoutus, jossa selvitysyhteisö vastaa jokaista selvitysosapuolta kohtaan nettovelvoitteiden täyttämistä, saattaa kannustaa osapuolia järjestelmän kannalta vahingolliseen toimintaan. Jos selvitysosapuolten vastapuoliriski ei lainkaan riipu siitä, kuinka paljon ja millaisten osapuolten kanssa kauppaa tehdään, saattaa järjestelmä vähentää osapuolten varovaisuutta ja motivaatiota välttää riskejä (niin sanottu *moral hazard* -ongelma). Osapuolet saattavat tottua petolliseen turvallisuuteen, kun selvitysyhteisö huolehtii yksin selvityksestä. Markkinoilla voi lisäksi vakiintua käsitys, jonka mukaan julkinen valta puuttuu mahdollisissa häiriötilanteissa selvitysjärjestelmään ja takaa osapuolten saatavat täyteen määrään. Nämä uskomukset voivat syntyä siitä riippumatta, ovatko julkinen valta tai selvitysyhteisöt tosiasiallisesti sitoutuneet vastuuseen vai eivät. Vääristävät ja riskinottoa suosivat kiihokkeet saattavat lopulta johtaa siihen, että valtion on turvattava osapuolten saatavat rahoitusjärjestelmän vakauden varmistamiseksi.

Kun arvopaperinvälittäjä osallistuu nettoutusjärjestelmään, joutuvat sen asiakkaat kantamaan selvitysmenettelystä johtuvia riskejä. Nämä riskit liittyvät välittäjän sisäiseen selvitykseen, jossa asiakkaan varat voivat sekoittua välittäjän muiden asiakkaiden varoihin sekä välittäjän omiin varoihin. Vaikka arvopaperinvälittäjät ovat velvollisia huolellisesti varmistamaan varojen erottelun myös nettoutusjärjestelmässä, ei asiakkaan riskiltä voida kaikissa tilanteissa kokonaan välttyä. Riski alkaa siitä, kun asiakas luovuttaa varoja välittäjän käytettäväksi ja päättyy vasta, kun asiakas saa vastasuorituksen välittäjältä (*säilytysriski*).

Selvitystoimintaan liittyvät riskit tulivat selvästi esiin New Yorkin pörssiromahduksen yhteydessä lokakuun puolivälissä 1987, kun romahdus oli aiheuttanut järjestelmäriskin toteutumisen Yhdysvaltain arvopaperi- ja johdannaismarkkinoilla. Yhdysvaltain markkinoilla toimii useita selvitysyhteisöjä, jotka takaavat selvitetäväksi ottamansa kaupat. Selvitysosapuolet puolestaan ovat sitoutuneet varmistamaan selvitysyhteisöjen maksukyvyn. Lokakuun 14. päivänä annettu tieto

odotettua suuremmasta kauppataaseen alijäämästä sekä yritysvaltauksiin liittyviä veroetuja poistavan lakiehdotuksen julkaiseminen käynnistivät valtavan myyntiryntäyksen arvopaperimarkkinoilla. Arvopaperien ja johdannaisoppimusten markkinapaikoilla alkoi hintataso laskea hallitsemattomasti ja yhtäaikaaisesti. Ennätysmäinen kauppojen määrä johti siihen, että epätavallisen suuri osa kaupoista jäi selvittämättä ajoissa. Tämä lisäsi epävarmuutta markkinoilla. Selvitysyhteisöt vaativat selvitysosapuolilta lisävakuuksia. Selvitysosapuolia rahoittavat pankit puolestaan eivät enää olleet halukkaita kasvattamaan riskejään. Vaara luotonsaannin tyrehtymisestä synnytti markkinoilla pelon siitä, että jokin selvitysyhteisö saattaisi joutua maksukyvyttömäksi. Tämän kehityksen katkaisemiseksi joutui Yhdysvaltain keskuspankki (Federal Reserve Bank) 20.10.1987 antamaan ilmoituksen, jossa keskuspankki sitoutui varmistamaan rahoitusjärjestelmän maksuvalmiuden.

### *Selvitystoiminnan merkitys*

Selvitystoiminta on keskeinen osa kehittyneiden arvopaperimarkkinoiden rakennetta. Arvopaperikauppaketjut saattavat kasvaa hyvin pitkiksi. Siksi markkinaosapuolten kannalta on ensisijaisen tärkeää, että markkinapaikalla tehdyn arvopaperikaupan tulos toteutuu varmasti ja lopullisesti. Luotettava, nopea ja turvallinen selvitystoiminta vähentää arvopaperikaupan osapuolten riskejä ja parantaa markkinoiden toimintaa. Tämä puolestaan lisää markkinoilla toimivien tahojen ja yleisön luottamusta markkinoihin sekä markkinoiden likviditeettiä. Selvitysjärjestelmällä on myös tärkeä asema kansallisten arvopaperimarkkinoiden kansainvälisen luotettavuuden vahvistamisessa.

Tehokas kauppaselvitys vähentää niitä kustannuksia, joita markkinaosapuolille arvopaperikaupasta aiheutuu. Selvityksen järjestämisellä voidaan siten vaikuttaa myös arvopaperimarkkinoiden kustannusrakenteeseen. Kansainvälinen kilpailu eri maissa sijaitsevien markkinoiden ja markkinapaikkojen välillä kiristyy jatkuvasti. Kilpailukeinoina käytetään alhaisia kaupankäyntikustannuksia sekä selvitystoiminnan nopeutta ja luotettavuutta. Etenkin pienten ja syrjäisten markkinoiden on oltava tehokkaasti hoidetut, jotta kansainvälisillä markkinoilla toimivat sijoittajat kiinnostuisivat niistä.

## 2. Nykytila

### 2.1. Lainsäädäntö

*Arvopaperikauppaa koskeva voimassa oleva oikeus*

Vuoden 1989 elokuussa tulivat voimaan arvopaperimarkkinalaki (495/1989) ja laki arvopaperinvälitysliikkeistä (499/1989). Lait muodostivat arvopaperimarkkinoita koskevan erityislainsäädännön perustan. Niiden päätarkoituksena oli arvopaperimarkkinoiden tehokkaan toiminnan turvaaminen ja sijoittajan suojan vahvistaminen. Päämääriä on pyritty saavuttamaan parantamalla arvopaperimarkkinoille osallistuvien tasapuolista tiedonsaantia sekä edellyttämällä markkinapaikkojen ja arvopaperinvälittäjien toiminnalta puolueettomuutta. Lainsäädännöllä on myös koetettu varmistaa, etteivät erityistietoja saavat henkilöt käytä niitä omaksi hyväkseen. Tavoitteena on lisäksi ollut estää markkinoiden puolueettomuuden vaarantuminen tilanteissa, joissa arvopapereita liikkeeseen laskeneissa yhteisöissä tapahtuu merkittäviä omistussuhteiden muutoksia.

Arvopaperimarkkinalaissa säännellään arvopaperimarkkinoiden perustoimintoja, kuten markkinointia, liikkeeseenlaskua ja markkinapaikkojen ylläpitoa. Hyvän tavan mukaisesta menettelystä arvopaperikaupassa ja arvopaperinvälityksessä sekä arvopaperinvälittäjän velvollisuuksista säädetään lain 4 luvussa. Laki sisältää myös säännöksiä, joilla pyritään rajoittamaan markkinoiden vääristymiä, kuten sisäpiirin väärinkäytöksiä. Tämän lisäksi arvopaperimarkkinalaissa on säädetty valvonnasta ja rangaistuksista. Arvopaperinvälitysliikkeistä annettu laki puolestaan oli elinkeino-oikeudellinen säädös, joka säänteli arvopaperinvälitysliikkeen perustamista ja rakennetta. Laissa on myös asetettu arvopaperinvälitystä harjoittavalle yhteisölle velvollisuuksia asiakkaita kohtaan. Arvopaperinvälitysliikkeistä annettu laki muistutti monessa suhteessa niitä lakeja, joita on säädetty muista rahoitusmarkkinoilla toimivista yhteisöistä. Laki on kumottu vuoden 1996 elokuun alusta ja korvattu lailla sijoituspalveluyrityksistä (579/1996)

Kuluttajansuojalain (38/1978) soveltamisalaa on laajennettu koskemaan arvopaperikauppaa vuoden 1994 heinäkuun alusta voimaan tulleella muutoksella (16/1994). Muutoksen jälkeen lain tarkoittamana kulu-

tushyödykkeenä pidetään tavaroiden, palvelusten ja muiden hyödykkeiden lisäksi myös arvopapereita, joita tarjotaan luonnollisille henkilöille.

Arvopaperikauppaa käydään kahdessa oikeudellisessa muodossa. Kauppoja tehdään ensinnäkin suoraan ostajan ja myyjän välillä. Suora kaupankäyntitapa on tyypillinen niin sanotussa pikakaupassa, jossa esimerkiksi pankki myy asiakkaalle arvopapereita suoraan omasta arvopaperisalkustaan. Tällainen kaupankäynti edellyttää toimivia julkisia markkinoita, jotta suorakauppojen hinnat eivät vääristy. Myös velkakirjamarkkinoille on tunnusomaista, että markkinaosapuolet käyvät kauppaa omaan lukuunsa ja suoraan toistensa kanssa.

Toisessa kaupankäyntimuodossa kaupat päätetään edustajien välityksellä. Sijoittajat, jotka haluavat ostaa tai myydä arvopapereita, antavat toimeksiantoja arvopaperinvälittäjille, joiden tehtävänä on toteuttaa arvopaperikauppa. Pörssikaupassa välittäjän käyttäminen on välttämätöntä, koska vain pörssivälittäjiksi hyväksytyt sijoituspalveluyritykset ja luottolaitokset voivat tehdä kauppoja pörssin ylläpitämällä markkinapaikalla.

Edustajien avulla toteutettavissa kaupoissa on tärkeää erottaa toisistaan toimeksiantosuhde ja varsinainen kauppa. Toimeksiantosopimusta säännellään kauppakaaren 18 luvussa, joka koskee asiamiehen velvollisuuksia ja oikeuksia. Luvun säännökset sisältyivät jo vuoden 1734 lakiin. Säännöksissä määritellään toimeksiantosopimuksen yleisiä tunnusmerkkejä sekä asiamiehen palkkiota, tilitysvelvollisuutta ja korvausvastuuta. Luvun 6 §:n mukaan asiamies ei periaatteessa vastaa toimeksiantajalle kolmannen henkilön maksukyvyistä. Kauppakaaren säännösten lisäksi toimeksiantosopimukseen sovelletaan varallisuus oikeudellisista oikeustoimista annetun lain (228/1929) säännöksiä sekä yleisiä vahingonkorvausoikeudellisia periaatteita.

Asiamiehen tärkein velvollisuus on täyttää päämiehen toimeksianto. Yleisesti on lisäksi katsottu, että toimeksisaaja on velvollinen toimimaan toimeksiantajan lukuun täsmällisesti, huolellisesti ja lojaalisti. Asiamiehen on myös noudatettava päämiehen antamia toimiohjeita ja tehtävä asianmukainen tilitys toimeksiantannon hoitamisen jälkeen. Toimeksisaajan tulee jatkuvasti tiedottaa toimeksiantajalleen olennaisista toimeksiantoon liittyvistä seikoista. Näiden yleisten velvolli-



suuksien lisäksi arvopaperinvälittäjän on noudatettava erityislaeissa asetettuja velvoitteita.

Pörssikauppa on yleensä komissiokauppaa. Siinä arvopaperinvälittäjä (komissionsaaja) ostaa tai myy arvopapereita sijoittajan (komissionantajan) lukuun. Komissio eroaa kuitenkin merkittävästi tavanomaisesta avoimen edustuksen tilanteesta. Avoimessa eli välittämässä edustuksessa valtuutettu jää päämiehen nimissä ja lukuun tehdyn oikeustoiimen ulkopuolelle. Komissionsaaja sitä vastoin tulee itse oikeutetuksi ja velvoitetuksi päättämänsä kaupan perusteella. Komissionsaaja toimii usein pelkästään omissa nimissään paljastamatta kauppakumppanilleen, kuka toimeksiannon on tehnyt. Näistä syistä oikeussuhdetta nimitetään välilliseksi edustukseksi. Kauppasopimuksen osapuolia ovat komissionsaaja ja tämän sopimuskumppani. Pörssikaupassa nämä ovat pörssissä toimimaan oikeutettuja arvopaperinvälittäjiä. Sijoittajan ja arvopaperinvälittäjän välillä ei sitä vastoin yleensä tehdä kauppasopimusta. Omistusoikeus myytävään tai ostettavaan omaisuuteen siirtyy suoraan komissionantajan ja kaupan toisen osapuolen välillä. Komissionsaajan sopimuskumppani ei saa kaupan perusteella oikeuksia komissionantajaa kohtaan. Sen sijaan komissionantaja saa tavallisesti komissionsaajan ja tämän sopimuskumppanin tekemään kauppaan liittyviä oikeuksia. Komissionantajalle kuuluu yleensä kauppasopimuksesta syntyvä saaminen kauppakumppanilta. Päämies voi samoin vaatia itselleen omaisuuden, joka on hankittu hänen lukuunsa. Kun komissionsaaja on tehnyt oston omista nimissään, voi hän puolestaan vaatia, että komissionantaja vapauttaa hänet maksamasta kauppahintaa.

Arvopaperinvälittäjä voi toimia joko ostajan, myyjän tai molempien puolesta. Myyjä- ja ostaja-asiakkalla ei yleensä ole oikeutta saada tietää toistensa henkilöllisyyttä. Arvopaperinvälittäjän kannalta komissiojärjestelyn houkuttelevuus johtuu siitä, että komissiosuhteessa välittäjä välttyy arvopaperien hintakehitykseen liittyviltä taloudellisilta riskeiltä, kun omistusoikeus siirtyy suoraan sijoittajien välillä. Arvopaperinvälittäjät voivat kuitenkin halutessaan toimia markkinoilla myös omalla riskillään siten, että välittäjät ostavat ja myyvät arvopapereita omaan lukuunsa. Välittäjät joutuvatkin eri syistä hankkimaan arvopapereita väliaikaisesti itselleen. Esimerkiksi päämarkkinatakauksen

ylläpitäminen valtion viitelainamarkkinoilla vaatii tällä hetkellä lainojen ostamista omaan lukuun.

Toisin kuin muissa Pohjoismaissa ei Suomessa ole voimassa yleistä lainsäädäntöä komissiosta. Myöskään arvopaperikauppakomissiosta ei ole erikseen säädetty laissa. Oikeuskirjallisuudessa on kuitenkin yleisesti katsottu, että Suomen oikeudessa on sovellettava pohjoismaisiin komissiolakeihin kirjattuja periaatteita. Voimassa olevan oikeuden mukaan noudatetaan komissiosuhteissa siten niin sanotun *del credere* -vastuun periaatetta, jonka perusteella komissionsaaja vastaa komissionantajan lukuun päätetyn kaupan toteutumisesta, mikäli komissionsaajan sopimuskumppani ei täytä kauppaan asianmukaisesti. Arvopaperinvälittäjä vastaa asiakastaan kohtaan arvopaperikaupan täyttämisestä siitä lähtien, kun asiakkaalle on ilmoitettu kaupan syntymisestä. Asiakas voi siten vaatia suoraan välittäjältä kaupan täyttämistä.

Ruotsin komissiolaisa (*lag om kommission*, 1914:45) määritellään komissiokauppaan liittyviä oikeussuhteita. Lakia sovelletaan, jollei sopimuksesta tai kauppataavasta muuta johdu. Kauppakomissiossa (ruots. *handelskommission*) komissionsaaja ei ole velvollinen ilmoittamaan päämiehelleen, kenen kanssa kauppa on päätetty. Säännöstä on perusteltu komissionsaajan suojalla. Jos päämiehellä olisi välitön oikeus saada tietää komissionsaajan sopimuskumppani, voisi päämies sivuuttaa asiamiehensä tekemällä kaupan suoraan omista nimissään. Komissionsaaja voi kieltäytyä ilmoittamasta sopimuskumppanin, mutta tällöin hän joutuu vastaamaan kaupan täyttämisestä siitä riippumatta, onko kyseessä *del credere* -vastuu vai ei. Mikäli komissionsaaja joutuu konkurssiin eikä tämän takia ajoissa pysty täyttämään kauppaan päämiestään kohtaan, voi päämies komissiolain mukaan itse vaatia suoritusta sopimuskumppanilta. Päämiehen on tällöin tietenkin tiedettävä sopimuskumppanin henkilöllisyys. Sopimuskumppani ei sitä vastoin voi kohdistaa minkäänlaisia vaatimia komissionantajaan, jos kauppa on tehty komissionsaajan nimissä. Sopimuskumppani ei myöskään voi tehokkaasti esittää vaatimuksia komissionantajalle tämän ja komissionsaajan välisen oikeussuhteen perusteella. Komissionsaaja puolestaan voi tehdä kaupan omaan lukuunsa niin, että hän on itse päämiehen sopimuskumppani. Komissionsaajan

on kuitenkin ilmoitettava tästä nimenomaisesti päämiehelleen, jolla on oikeus kieltää väliintulo.

Arvopaperin kauppasopimukseen voidaan soveltaa irtaimen kauppaa koskevan kauppalaain (355/1987) vapaaehtoisia säännöksiä. Niitä sovelletaan myös silloin, kun sekä arvopapereita ostavaa että myyvää asiakasta edustaa arvopaperinvälittäjä, jos välittäjät eivät ole ilmoittaneet toisilleen toimivansa kommissionsaajina. Kauppalaki sääntelee muun muassa kaupan kohdetta koskevan vaaranvastuun siirtymistä, tavaran virhettä, viivästyksen ja sopimusrikkomuksen seurauksia sekä vahingonkorvauksen määrää. Sopimussuhdetta koskee periaatteessa myös varallisuus oikeudellisista oikeustoimista annettu laki. Yleislakien käyttökelpoisuutta rajoittaa kuitenkin se, että arvopaperimarkkinoilla noudatetaan usein tavallisesta irtaimen kaupasta poikkeavia kaupankäyntitapoja, jotka syrjäyttävät lakien tahdonvaltaiset säännökset.

Velkakirjalain (622/1947) 2 luvun juoksevia velkakirjoja koskevat säännökset luovat oikeudelliset puitteet arvopaperien käytölle vaihdannassa. Luvusta ilmeneviä periaatteita sovelletaan yleisesti arvopaperioikeudessa, vaikka säännöksissä käsitellään pääsääntöisesti vain yksittäisiä velkasuhteita. Arvopaperivaihdannan kannalta keskeisimmät normit koskevat arvopaperioikeudellisia suoja muotoja. Nämä sisältävät ensinnäkin velvoiteoikeudellisia suojasäännöksiä, jotka vaikuttavat arvopaperin liikkeeseenlaskijan ja omistajan välisessä oikeussuhteessa. Velvoiteoikeudellisia suoja muotoja ovat väite- ja maksusuoja. Velkakirjalaki sisältää toiseksi esineoikeudellisia suoja muotoja, jotka vaikuttavat arvopaperin luovutuksensaajan ja sivullistahon välisessä suhteessa. Esineoikeudellisiin suoja muotoihin kuuluvat saanto- ja vaihdantasuoja. Saantosuojalla tarkoitetaan vilpittömässä mielessä olevan luovutuksensaajan suojaa arvopaperin oikeaa omistajaa vastaan. Saantosuoja nauttivan sijoittajan asemaa eivät voi vaarantaa sellaiset oikeudenhaltijat, joiden oikeus arvopaperiin johtuu aikaisemmasta perusteesta kuin sijoittajan oikeus. Vaihdantasuoja puolestaan on luovutuksensaajan suoja luovuttajan myöhempiä seuraajia ja velkojia kohtaan. Näiden oikeudet luovutettavaan arvopaperiin ovat syntyneet myöhemmin kuin luovutuksensaajan oikeus.

Vaihdantaa helpottaa se, että ostajan suoja

on arvopaperioikeudessa vahvempi kuin muussa irtaimisto-oikeudessa. Sivullissuoja myönnetään yleisesti oikeuksille, jotka perustuvat ulkopuolisen havaittavissa oleviin tosiseikkoihin. Tällaisena julkisuutta luovana tosiseikkana on perinteisesti pidetty arvopaperin hallintaa. Omistusoikeuden luovutettaviin arvopapereihin katsotaan siirtyvän velkakirjalain 22 §:ssä ilmaistun periaatteen mukaan silloin, kun vastaanottaja saa arvopaperien hallinnan. Siten pelkkä sopimus luovutuksesta ei arvopaperioikeudessa riitä synnyttämään suojattua omistusoikeutta. Arvopaperin ostanut sijoittaja voi luottaa kaupan pätevyyyteen sen jälkeen, kun myyjä on luovuttanut arvopaperin hänen haltuunsa. Sivullissuojan saamiseksi riittää myös, että arvopaperit luovutetaan ostajan lukuun toimivan arvopaperinvälittäjän hallintaan. Hallinnan luovutuksen veroiseksi katsotaan esineoikeudessa niin ikään se, että siirrosta ilmoitetaan arvopaperia hallussaan pitävälle kolmannelle osapuolelle. Tämä osapuoli jatkaa ilmoituksen jälkeen arvopaperin hallussapitoa luovutuksensaajan lukuun. Tällöin arvopapereita ei enää voida lukea luovuttajan varallisuuteen. Kun hallinta on luovutettu, ei oikea omistaja myöskään voi tehokkaasti vaatia arvopaperia takaisin itselleen, vaikka arvopaperi olisi joutunut pois hänen hallinnastaan rikoksen kautta. Suojan myöntäminen edellyttää kuitenkin, ettei ostaja tiennyt eikä hänen pitänytäkään tietää myyjän luovutusoikeuden puuttumisesta. Ostajasiakkiaan kannalta keskeisin osa arvopaperikaupasta toteutuu siis hallinnan siirron yhteydessä.

Asiakirjan hallinnan siirtoon liitetyt suoja vaikutukset syntyvät arvo-osuusjärjestelmässä arvo-osuustileille tehtävillä kirjauksilla. Järjestelmään liittyvät säännökset on pyritty laatimaan siten, etteivät tekniset ratkaisut aiheuttaisi muutoksia arvopapereita koskevissa oikeussuhteissa ja periaatteissa. Arvo-osuuksiin sovellettavat saanto-, vaihdanta-, maksu- ja väitesuojasäännöt ovat arvo-osuustileistä annetun lain (827/1991) 26—29 §:ssä. Näiden säännösten mukaan arvo-osuustilille kirjattu oikeus saa etusijan kirjaamattomaan oikeuteen verrattuna. Samoin aikaisemmin kirjatulla oikeudella on etuoikeus myöhemmin kirjattuun oikeuteen verrattuna. Suojan myöntäminen edellyttää arvo-osuusjärjestelmässä luovutuksensaajan vilpittömää mieltä.

Arvopaperikaupan maksut hoidetaan taval-

lisesti pankkijärjestelmässä tilisiirtoina. Oikeudellisesti tilirahamaksu on saatavalla maksamista, jossa maksaja siirtää pankilta olevan saatavansa maksun saajalle. Maksaja antaa pankille toimeksiannon, johon sovelletaan edellä kuvattuja edustusta koskevia sääntöjä. Tilirahamaksu on maksutapana yleisesti hyväksytty. Tästä huolimatta ei laissa ole säädetty, mistä hetkestä lähtien tällainen maksu sitoo osapuolia ja näiden velkoja. Oikeuskäytännössä (KKO 1981 II 37 ja KKO 1989:17) on tilisiirtoihin sovellettu velkakirjalain 3 §:stä ilmenevää viemävelkasääntöä. Tämän mukaan maksun katsotaan tapahtuneen osapuolia ja velkoja sitovasti sen jälkeen, kun se on kirjattu saajan tilille. Ratkaisua on perusteltu sillä, että vasta maksun kirjaaminen vastaanottajan tilille siirtää rahamäärän maksunsaajan määräämisvaltaan. Tällöin myös maksaja menettää mahdollisuutensa saada maksutoimi peruutetuksi. Oikeuskäytännön mukaan siis vasta kauppahinnan kirjaaminen myyjäasiakkaan pankkitilille merkitsee arvopaperikaupan loppuun saattamista myyjäosapuolen kannalta. Arvo-osuuksiin liittyvien osinkojen, tuottojen ja muiden suoritusten maksamisesta on säädetty erikseen arvo-osuustileistä annetun lain 29 §:ssä.

### *Itsesääntely*

Arvopaperimarkkinoiden itsesääntelyllä, kuten arvopaperipörssin ja optioyhteisöjen säännöillä, on perinteisesti ollut tärkeä merkitys markkinoiden kehityksen ohjauksessa. Ennen arvopaperimarkkinalain ja arvopaperinvälitysliikkeistä annetun lain voimaantuloa oli markkinoita koskeva erityislainsäädäntö hyvin niukkaa. Kun laintasoiset normit puuttuivat, korostui markkinoiden omien säännösten merkitys. Itsesääntely on olemainen osa arvopaperimarkkinoiden normistoa myös sen jälkeen, kun markkinoille on säädetty virallisenormeja.

Itsesääntelyn käyttökelpoisuus perustuu joustavuuteen. Sääntely voidaan laatia riittävän yksityiskohtaiseksi ja käytännölliseksi, jotta se vastaa kulloisiakin arvopaperimarkkinoiden tarpeita. Itsesääntelyllä voidaan myös kyllin nopeasti reagoida kehityksen kulkuun kaikilla osamarkkinoilla. Lainsäädännöllinen puuttuminen markkinoiden toimintaan pyritään rajoittamaan mahdollisimman vähäiseksi. Markkinaosapuolet voivat kuitenkin sopia keskenään huomattavasti

tiukempien sääntöjen noudattamisesta. Siten itsesääntely sekä täsmentää että täydentää lakia. Julkisen vallan tavoitteiden toteutuminen itsesääntelyssä varmistetaan yleensä viranomaisvahvistuksilla ja -valvonnalla. Useimmat markkinoilla laadittavista menettelynormistoista vahvistetaan tällä hetkellä valtiovarainministeriössä. Rahoitustarkastuksella on rahoitustarkastuslain (503/1993) 4 §:n 1 kohdan nojalla toimivalta valvoa itsesääntelyn noudattamista. Tämän tehtävän toteuttamiseksi on rahoitustarkastukselle lainsäädännössä turvattu laajat tiedonsaantioikeudet.

Laissa on asetettu arvopaperipörssille ja optioyhteisölle velvollisuus laatia markkinoita koskevia menettelysääntöjä. Yhteisöt puolestaan edellyttävät, että markkinaosapuolet (arvopaperien liikkeeseenlaskijat, arvopaperinvälittäjät, selvitysosapuolet, markkinatakaajat ja meklarit) sitoutuvat noudattamaan itsesääntelyä ennen kuin ne saavat oikeuden toimia yhteisön markkinapaikalla. Nimenomaisen sitoutumisen merkitseksi on markkinaosapuolten allekirjoitettava vakioehtoinen sopimus sääntöjen noudattamisesta. Sitoutumista tehostetaan sopimussakoilla ja kurinpitomenettelyillä.

Itsesääntelyssä sovitaan yleensä, että toiminnassa syntyvät erimielisyydet selvitetään markkinaosapuolista koottavissa elimissä tai välimiesmenettelyssä. Itsesääntely on siten oikeudellisesta näkökulmasta yksityisoikeudellisten sopimussuhteiden joukko, jossa markkinoiden osapuolet ovat hyväksyneet itselleen ja toisilleen oikeuksia ja velvollisuuksia. Tähän piirteeseen liittyy myös yksi itsesääntelyn heikkouksista: se koskee vain osapuolia, jotka ovat sitoutuneet siihen. Sopimussuhteiden ulkopuolella ei itsesääntelynormeihin voi vedota. Joissakin tapauksissa itsesääntelyn kautta vakiintuneesta menettelystä saattaa tosin tulla alalla yleinen kauppatapa, jota tulkintatilanteessa voidaan soveltaa myös itsesääntelyn ulkopuolisiin tahoihin.

### *Selvitystoimintaa koskeva voimassa oleva oikeus*

Arvopaperikaupan selvitystoiminnasta on tällä hetkellä voimassa hyvin vähän lainsäädännöllisiä normeja. Arvopaperimarkkinalain 3 luvun 3 §:n mukaan selvityspalvelujen tarjoaminen kuuluu niihin toimintoihin, joita arvopaperipörssillä on oikeus harjoittaa arvo-



paperipörssitoiminnan lisäksi. Selvitystoiminnan sisältöä ei kuitenkaan ole määritelty arvopaperimarkkina-alueissa. Heinäkuun alusta 1997 voimaan tullessa laissa arvopaperi- ja valuuttakaupan eräistä ehdoista (588/1997) on säädetty nettoutuksen sitovuudesta muun muassa arvopaperi- ja johdannaiskaupassa.

### *Kaupintatilit*

Arvo-osuustileistä annetun lain 16 §:n säännös arvopaperinvälittäjien kaupintatileistä on ainoa selvitystoimintaa suoraan sivuava normi arvo-osuusjärjestelmää koskevassa lainsäädännössä. Säännöksen 1 momentissa määritellään arvopaperinvälittäjien lukuun pidettävät kaupintatilit, joita käytetään kaupankäynnissä. Kaupintatilit ovat arvo-osuustilejä, joille voidaan kirjata sekä välittäjän omia että asiakkaiden arvo-osuuksia. Arvo-osuuskaupan selvitysvaiheessa tilille kirjataan ostettu tai myyty arvo-osuus, jonka omistusoikeus ilmenee arvopaperinvälittäjän asiakastiedoista. Arvo-osuutta säilytetään myyjävälittäjän kaupintatililla niin kauan kuin kauppahinta on suorittamatta. Vasta maksun saamisen jälkeen voidaan arvo-osuus siirtää ostavan osapuolen tilille.

Arvo-osuustileistä annetun lain 16 §:n 2 momentissa annetaan arvopaperinvälittäjälle oikeus pantata kaupintatili arvopaperimarkkinalain 4 luvun 5 §:n 1 momentissa säädetystä luovutus- ja panttauskiellosta huolimatta. Panttauksen täytyy kuitenkin perustua sellaiseen kauppaselvitysjärjestelmään, jonka arvopaperikeskus on hyväksynyt.

Kaupintatilin käyttäminen kytkeytyy arvopaperikomissioon. Tili mahdollistaa sen, että arvopaperinvälittäjä voi luovuttaa kaupan kohteena olevat arvo-osuudet ostavalle osapuolelle omissa nimissään, mutta asiakkaansa lukuun. Kaupintatilien perustaminen on tarkoituksenmukaista myös sen takia, että välittäjät voivat tilien avulla yhdistää arvo-osuuksien toimitukset ja maksuliikenteen. Arvo-osuusjärjestelmänsäädäntöä koskevan hallituksen esityksen (HE 104/1990 vp.) mukaan maksujen selvittely voidaan toteuttaa arvopaperinvälittäjien kesken siten, että vain nettosummat tilitetään. Toimitusten varmistamiseksi arvo-osuudet voidaan ensinnäkin kirjata myyvän arvopaperinvälittäjän kaupintatilille. Maksuselvityksen jälkeen voidaan arvo-osuudet siirtää myyjän kaupintatililtä vastaanottajien tileille. Ostajan arvopaperinvälittäjä puolestaan voi pitää arvo-

osuuksia kaupintatilillaan niin kauan, että ostaja-asiakas on suorittanut arvo-osuuksia koskevan maksun. Välittäjällä on voimassa olevan oikeuden mukaan pidätysoikeus asiakkaan arvopapereihin toimeksiannosta johtuvan saatavan turvaamiseksi. Kaupintatilin ylläpitäminen saattaa siten perustua pidätysoikeuden varmistamiseen.

Käytännössä kaupintatiliä ei osakemarkkinoilla käytetä aivan siten kuin arvo-osuustileistä annetun lain 16 §:n perusteluissa esitetään. Myydyn arvo-osuuden toimitus varmistetaan kirjaamalla myyjäasiakkaan arvo-osuustilille niin sanottu kaupintatilivaraus. Arvo-osuuden omistaja ja omistukseen liittyvät rajoitukset käyvät ilmi suoraan asiakkaan arvo-osuustililtä. Osakemarkkinoilla arvo-osuudet kirjataan suoraan sijoittajien arvo-osuustilien välillä ilman, että arvo-osuudet siirretään välillä arvopaperinvälittäjien kaupintatileille. Kaupintatilejä ei siten tällä hetkellä käytetä aitoina siirtotileinä. Rahamarkkinoilla kaupintatilit sitä vastoin ovat itenäisinä arvo-osuustileinä.

Arvo-osuusjärjestelmästä annetun lain sekä siihen liittyvän lainsäädännön voimaantulosta annetun lain (1069/1991) 5 §:ssä on kaupintatiliä koskevaa säännöstä tarkennettu. Tarkennuksen mukaan kaupintatilille saadaan kirjata myytäväksi annettu arvo-osuus vasta sitten, kun sitä koskeva kauppa on tehty. Säännös otettiin voimaanpanolakiin sen varmistamiseksi, ettei myytäväksi annettuja arvo-osuuksia käytetä vieraan velan vakuutena. Lisäksi säännöksellä pyrittiin estämään arvo-osuusjärjestelmässä vallitsevan osakeomistusten julkisuusperiaatteen kiertäminen. Voimaanpanolakia koskevassa hallituksen esityksessä (HE 8/1991 vp.) lausuttiin nimenomaisesti, että kaupintatilin käytön laajentamista tuli arvioida selvitystoimintaa koskevan lainsäädännön yhteydessä. Tuolloin suunniteltiin, että samalla kun selvitystoimintaa säänneltäisiin yleisesti, voitaisiin sallia myös kaupintatilin käyttö arvo-osuuksien siirtotilinä ja erillään myyntiaikomuksista. Hallituksen esityksen mukaan kaupintatilin perustaminen voitaisiin tulevaisuudessa mahdollistaa myös muille kuin arvopaperinvälittäjille.

Osakkeenomistajan oikeudet yhtiötä kohtaan määräytyvät arvo-osuusjärjestelmässä osakasluettelomerkintöjen perusteella. Kaikki arvo-osuuksien omistusten muutokset on ilmoitettava arvopaperikeskukselle. Kaupintatilille kirjatun osakkeen omistajalla ei vielä

tai ei enää ole samanlaisia oikeuksia yhtiössä kuin täydellisen omistusoikeuden haltijalla. Tästä syystä on laissa täytynyt luoda mahdollisuus luetteloida sellaisia luovutuksensaajia ja oikeudenhaltijoita, jotka eivät kirjaushetkellä rinnastu osakkeenomistajaan. Tällainen luettelo on Suomen Arvopaperikeskus Oy:ssä pidettävä odotusluettelo. Luetteloon merkitään osakeyhtiölain 3 a luvun 7 §:n 2 momentin (832/1991) mukaan kaupintatilille kirjatut osakkeet arvopaperinvälittäjän nimiin. Osakkeet myytäväksi antanut osakkeenomistaja puolestaan on poistettava osakseluettelosta ja kirjattava odotusluetteloon. Tämä menettely aiheuttaa käytännössä vaikeuksia järjestää kaupintatilan käyttö osakemarkkinoilla.

### *Konkurssilainsäädäntö*

Arvopaperikaupan selvitystoimintaa säännellään tällä hetkellä suurimmaksi osaksi itsesääntelynormeilla. Arvopaperiluovutusten selvitysjärjestelmät perustuvat siten keskeisesti osapuolten välisiin sopimuksiin. Tästä syystä myös selvityksen ulkopuolisten tahojen asemaa koskevat normit vaikuttavat osaltaan selvitystoimintaan. Keskeisin tällainen normisto on konkurssilainsäädäntö, jonka tavoitteena on luoda puitteet konkurssivelkojien tasapuoliselle kohtelulle ja velallisen omaisuuden rahaksi muuttamiselle. Konkursissa velallinen menettää oikeuden määrätä omaisuudestaan, kun tämä oikeus siirretään velkojien hallitsemalle konkurssipesälle. Velkojien yhdenvertaisuus edellyttää, ettei konkurssilainsäädännön pakottavia normeja voida sivuuttaa etukätein sopimuksin velkojan vahingoksi.

Konkurssi ei pääsääntöisesti sinänsä merkitse konkurssivelallisen solmimien sopimusten päättymistä tai velkojen erääntymistä. Ennakoitua sopimusrikkomusta koskevan kauppalaan 61 §:n perusteella voi sopimuksen toinen osapuoli kuitenkin pidäytyä suorituksestaan, jos sopimuskumppani näyttää ajautuvan sopimusrikkomukseen. Kun sopimusrikkomus käy ilmeiseksi, voi osapuoli kauppalaan 62 §:n nojalla purkaa kaupan kokonaan jo ennen suoritusajankohtaa. Lisäksi elinkeinonharjoittajat ottavat tavallisesti keskinäisiin sopimuksiinsa määräyksiä, joiden perusteella sopimus voidaan purkaa tai irtisanoa konkurssin tai uhkaavan maksukyvyttömyyden takia.

Sitoumukset, jotka velallinen on antanut

ennen konkurssia, kilpailevat konkurssimenettelyssä keskenään suorituksesta. Jotta saatava otettaisiin huomioon, on se konkurssisäännön 19 ja 24 §:n mukaisesti valvottava tuomioistuimessa. Konkurssipesä ei ole velvollinen täyttämään kilpailevia velvoitteita muuten kuin konkurssimenettelyssä, mutta pesällä on oikeus ottaa vastatakseen velallisen tekemistä sopimuksista. Konkurssisäännön 57 §:n mukaan pesä voi myös päättää velallisen liiketoiminnan jatkamisesta, jos toiminnan harjoittaminen on laillisesti mahdollista. Arvopaperimarkkinoilla sijoituspalvelujen tarjonta on säännönmukaisesti luvanvaraista, joten konkurssipesä ei suoraan voi saada oikeutta jatkaa konkurssiin menneen arvopaperinvälitysliikkeen toimintaa.

Konkurssipesässä olevaan vieraaseen omaisuuteen sovelletaan ensi sijassa konkurssisäännön 54 §:ää. Säännöksen mukaan pesästä on luovutettava vieras omaisuus, johon kohdistuva omistusoikeus on riidaton. Tällainen omaisuus ei kuulu konkurssipesään. Jos vierasta omaisuutta ei kuitenkaan enää voida sekoittumisen takia erottaa konkurssipesässä olevasta muusta omaisuudesta, joutuu ulkopuolinen omistaja konkurssisäännön 55 §:n 1 momentin mukaan tyytymään rahamääräiseen korvaussuunnitelmaan. Tämä saaminen on etuoikeudeton, ja se on valvottava. Konkurssimenettelyssä etuoikeudettomia saatavia pidetään usein lähes arvottomina, koska saataville kertyy vain harvoin jako-osuutta. Käytännössä sekoittuminen merkitsee siis lähes poikkeuksetta varojen menetystä. Kommissiosuhteen kannalta merkittävä säännös on konkurssisäännön 55 §:n 2 momentti. Sen mukaan päämiehellä on toimeksisaajan konkurssissa sama oikeus ostajalta olevaan saatavaan kuin hänellä olisi toimeksisaajan hallussa olevaan tavaraan. Myyntitoimeksiannon antanut päämies voisi siten velkoa kauppasummaa suoraan ostajalta, jos tämä ei ennen konkurssin alkamista vielä ole ehtinyt maksaa kommissionsajalle. Tämä tietenkin edellyttää, että päämies on saanut tietää ostajan henkilöllisyyden. Jos kommissionsaaja kuitenkin on jo luovuttanut kommissiotavaran ostajalle ja saanut maksun tältä, tulee päämiehestä kommissionsaajan etuoikeudeton velkoja. Arvopaperikaupassa ostajaa turvaa kommissionsaajana toimivan arvopaperinvälittäjän laista johtuva velvollisuus erotella asiakasvarat.

Arvopaperien kauppaselvityksessä on huomattava merkitys myös esine- ja velvoiteoi-

keudellisilla kollisionormeilla. Selvityksen kuluessa varmistuu, että arvopaperin luovutuksensaaja saa vaihdantasuojaa arvopaperin luovuttajan myöhempiä seuraajia ja velkojia vastaan. Lisäksi selvityksessä vahvistuu saajan vilpittömään mieleen perustuva saantosuoja oikeaa omistajaa kohtaan, jos arvopaperin luovuttajalla ei ole ollut oikeutta määrätä arvopaperista. Kaupan osapuolten välisillä nettoutus- tai muilla sopimusjärjestelyillä ei voida vaikuttaa arvopaperivaihdannan kollisionormeihin.

*Laki kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termiineillä (772/1988)*

Laissa kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termiineillä (optiokauppalaki) säännellään vakioitujen johdannaissopimusten selvitystä. Lain 1 luvun 2 §:n 4 kohdan määritelmän mukaan on optiokaupan osapuolten tehtävä vastavuoroiset sopimukset optioyhteisön kanssa sen jälkeen kun osapuolten tarjoukset ovat yhtyneet. Optioyhteisön ja kaupan osapuolten välille syntyy siten lain nojalla suora sopimussuhde. Optiokauppalain 3 luvussa säädetään selvitysmenettelystä. Luvun 4 §:n mukaan johdannaissopimuksen osapuolelle ja tätä edustavalle välittäjälle ei kaupasta seuraa toista osapuolta kohtaan muita velvollisuuksia kuin jättää kauppa selvitettäväksi optioyhteisöön. Johdannaissopimukseen liittyvistä oikeuksista vastapuolta kohtaan vastaa selvityksen jälkeen optioyhteisö. Selvitystoimintaa harjoittavalta optioyhteisöltä edellytetään optiokauppalain 2 luvun 2 §:n 2 momentin mukaan kymmenen miljoonan markan osake- tai osuus pääomaa. Markkinapaikan ja selvitystoiminnan ylläpitoon vaaditaan erilliset toimitukset. Pelkän markkinapaikan ylläpidolle ei ole asetettu pääomavaatimusta.

Optiokauppalaisissa omaksuttu ratkaisu on esimerkki selvitysjärjestelmästä, jossa kaikista kaupoista vastaa selvitysyhteisö ja jossa kaupasta seuraa sopimussuhde ainoastaan selvitysyhteisön ja kaupan osapuolten välille. Esine- ja velvoiteoikeudelliset suojamuodot syntyvät vakioitujen johdannaissopimusten markkinoilla suoraan optiokauppalain nojalla, joten selvityksen tulos sitoo sekä johdannaissopimuksen osapuolia että näiden velkojia ja seuraajia.

Optioyhteisölle on optiokauppalain 2 luvun 4 §:n 1 momentin mukaan sallittu arvopaperikauppojen ja lainaussopimusten selvi-

tystoimintaa. Selvitystoimintaa tai lainaussopimuksia ei kuitenkaan ole tarkemmin määritelty laissa.

## 2.2. Käytäntö

### *Arvo-osuusjärjestelmä*

Arvopaperimarkkinoiden kehitys johti viime vuosikymmenen lopulla siihen, että pelkkiin fyysisiin arvopapereihin perustuva arvopaperivaihdanta katsottiin liian hankalaksi, riskialttiiksi ja kalliiksi. Arvopapereista ja niiden käsittelystä aiheutuvien epäkohtien poistamiseksi otettiin käyttöön arvo-osuusjärjestelmä, jossa asiakirjan hallintaan ja hallinnan siirtoon liitetyt oikeusvaikutukset on korvattu tilikirjaukseen liitetyillä oikeusvaikutuksilla. Arvo-osuusjärjestelmään siirtymisen on tehnyt mahdolliseksi automaattisen tietojenkäsittelyn kehitys.

Arvo-osuusjärjestelmän lainsäädännöllinen pohja on luotu kahdessa laissa. Järjestelmän rakenteesta, toiminnasta ja organisaatioista on säädetty arvo-osuusjärjestelmästä annettussa laissa (826/1991). Arvo-osuuksiin kohdistuvia varallisuus oikeuksia koskevat normit ja kirjaamisessa noudatettavat menettelysäännökset on sisällytetty arvo-osuustileistä annettuun lakiin. Näiden lakien säätämisen yhteydessä lisättiin osakeyhtiölakiin uusi 3 a luku, joka koskee osakkeiden liittämistä arvo-osuusjärjestelmään. Arvo-osuusjärjestelmä koskeva lainsäädäntö tuli voimaan 1.8.1991.

Lakien valmisteluvaiheessa kävi kuitenkin selväksi, että pankkien omaisuudenhoito- ja säilytysjärjestelmät tulisivat muodostamaan keskeisen osan arvo-osuusjärjestelmän perusrakenteesta. Tämä lähtökohta on muovannut erityisesti osakearvo-osuuksien kirjaamisjärjestelmää ja -menettelyjä. Arvo-osuusjärjestelmästä annetun lain mukaan arvo-osuuksia säilytetään arvo-osuusrekistereissä, joita voivat pitää valtio, Suomen Pankki ja rekisterin pitämiseen toimiluvan saaneet yhteisöt. Ainoa rekisteri, jota laki nimenomaisesti edellyttää, on arvopaperikeskuksen arvo-osuusrekisteri.

Arvo-osuusjärjestelmän toimintaa valvoo arvopaperikeskus, jonka itsesääntelyyn kaikki arvo-osuusrekisterin pitäjät ovat sitoutuneet. Valvonnan lisäksi arvopaperikeskus hoitaa arvo-osuusjärjestelmän keskitettyjä toimintoja, yhteisiä tehtäviä sekä huolehtii yleisesti järjestelmän toiminnasta ja kehittä-

misestä. Arvopaperikeskus antaa määräyksiä ja ohjeita arvo-osuusjärjestelmän osapuolille. Se toimii myös kansainvälisessä yhteistoinnassa Suomen kansallisena arvopaperikeskuksena. Arvopaperikeskuksen asemasta on säädetty arvo-osuusjärjestelmästä annetun lain 3 luvussa.

Suomen arvo-osuusjärjestelmässä on kaksi tietojärjestelmäkokonaisuutta, joiden tehtävät ja toiminnot olivat aikaisemmin eriytyneet. Tämä johtui ainakin osaksi siitä, että ne palvelivat eri markkinoiden tarpeita. Yhden kokonaisuuden muodostavat Suomen Arvopaperikeskus Oy:n tietoteknisessä OM-ympäristössä toimivat kuusi kaupallista arvo-osuusrekisteriä, joista suurinta osaa pitävät liikepankit. Arvopaperikeskuksen tehtäviin kuuluu muun ohella esimerkiksi liikkeeseenlaskijakohtaisen luettelon pitäminen osakkeiden ja muiden oman pääoman ehtoisten arvo-osuuksien omistajista. Arvopaperikeskuksen on niin ikään pidettävä arvo-osuusjärjestelmään liitetyistä osakkeista ja niihin rinnastuvista arvo-osuuksista liikkeeseenlaskutilojä. Tämän lisäksi arvopaperikeskus ylläpitää arvo-osuusjärjestelmästä annetun lain 10 §:n tarkoittamaa, liikkeeseenlaskijoiden kustannuksella pidettävää arvo-osuusrekisteriä.

Suomen Arvopaperikeskus Oy:n OM-tietojärjestelmäkokonaisuus on suunnattu palvelemaan ensisijaisesti osakearvo-osuuksien käsittelyä ja säilyttämistä. Tietojärjestelmäympäristössä toimivista kaupallisista arvo-osuusrekistereistä osa on rakennettu pankkien omaisuudenhoido- ja notariaattitoiminnoissa käytettyjen tietojärjestelmäratkaisujen varaan. Siksi osa rekistereistä käyttää toiminnassaan omaa tietojärjestelmäänsä. Muut rekisterit ostavat tekniset rekisteripalvelut Suomen Arvopaperikeskus Oy:ltä. Koko rekisteriympäristöä koskevien tehtävien täyttämiseksi ja omistajaluetteloiden ylläpitämiseksi on kaikilla rekistereillä kuitenkin oltava tietotekninen liittymäpinta arvopaperikeskuksen keskustietojärjestelmään. Suomen Arvopaperikeskus Oy:n tietoteknisessä ympäristössä säilytettävillä arvo-osuuksilla tehdyt kaupat tehdään suureksi osaksi Helsingin Arvopaperipörssi Oy:ssä.

Suomen Arvopaperikeskus Oy:n ylläpitämässä tietoteknisessä OM-ympäristössä pidettiin 30.9.1997 634 744 arvo-osuustiliä. Tileille kirjattujen arvo-osuuksien arvo oli 30.9.1997 noin 447,6 miljardia markkaa. Ympäristössä selvitettiin noin 715 000 kauppaa vuoden 1996 lokakuun alun ja vuoden

1997 syyskuun lopun välisenä aikana. Näiden kauppojen markkamääräinen arvo oli noin 330 miljardia markkaa.

Toinen tietojärjestelmäkokonaisuus on Suomen Arvopaperikeskus Oy:n tietotekninen RM-ympäristö, jossa toimii tällä hetkellä 12 arvo-osuusrekisteriä. Suomen Arvopaperikeskus Oy:n RM-järjestelmä palvelee toistaiseksi pääasiassa rahamarkkinakaupankäyntiä ja rahamarkkinoilla liikkeeseen laskettujen lyhytkestoisten velkasitoumusten käsittelyä. Arvopaperikeskuksen RM-tietojärjestelmäkokonaisuus on keskitetty siten, että siihen liitettyjä arvo-osuuksia voidaan käsitellä vain järjestelmän sisällä. Mainittu tietotekninen ympäristö on itse asiassa yksi tietojärjestelmä, jossa yhtiön osakkaat ja yhtiön kanssa sopimuksen tehneet tietojärjestelmän jäsenet pitävät arvo-osuusrekistereitä. Samassa järjestelmässä hoidetaan myös järjestelmään liitettyjen arvo-osuuksien selvitys. Suomen Arvopaperikeskus Oy:n tietotekninen RM-ympäristö on rakennettu ennen kaikkea velkakirjamarkkinoiden ja erityisesti rahamarkkinoiden tarpeisiin.

Suomen Arvopaperikeskus Oy:n RM-ympäristössä ylläpidettiin 3 586 arvo-osuustiliä 30.9.1997. Näille tileille oli 30.9.1997 kirjattu arvo-osuuksia 349,3 miljardin markan arvosta. Ympäristössä käsiteltiin 1.10.1996—30.9.1997 välisenä aikana noin 71 585 kirjaustapahtumaa. Tapahtumien yhteinen arvo oli noin 3 634 miljardia markkaa.

#### *Helsingin Arvopaperipörssi Oy:n kaupankäyntijärjestelmä*

Helsingin Arvopaperipörssi Oy on tällä hetkellä ainoa arvopaperimarkkinainlain 1 luvun 4 §:n tarkoittama arvopaperipörssi, joka harjoittaa arvopaperipörssitoimintaa. Myös SOM Oy:lle on myönnetty arvopaperipörssin toimilupa, mutta yhtiö ei tällä hetkellä harjoita pörssitoimintaa. Mainitut yhtiöt fuusioituvat vuoden 1997 lopussa. Sääntöjensä mukaan Helsingin Arvopaperipörssin tehtävänä on ylläpitää puolueetonta, avointa, informatiivista ja likvidiä arvopaperikaupan markkinapaikkaa. Tätä tehtävää täyttäessään pörssiin tulisi edistää tehokkaita, luotettavia ja kilpailukykyisiä arvopaperimarkkinoita. Sen lisäksi, että pörssi tarjoaa jäsenilleen toimintaedellytykset arvopaperien kaupankäyntiin, se tuottaa muita arvopaperien vaihdantaan liittyviä palveluja sekä rahoitusmarkkinoiden kehittämiseen liittyviä koulutus- ja tiedotus-

palveluja. Pörssin säännöt ja muut itsesääntelynormit ovat olleet arvopaperimarkkinoiden sääntelyn lähtökohta, ja ne ohjaavat edelleen merkittävällä tavalla arvopaperimarkkinoiden toimintaa.

Kaupankäynti Helsingin Arvopaperipörssissä perustui vuosikymmenten ajan pörssisälissä tapahtuviin julkihuutoihin. Tämän kaupankäyntitavan on korvannut pörssin elektroninen ja automaattinen kaupankäyntijärjestelmä HETI (Helsinki Stock Exchange Automated Trading and Information System), joka otettiin käyttöön vuosina 1989 ja 1990. HETI-järjestelmässä pörssivälittäjät voivat työasemiensa avulla täyttää kaupankäyntiin liittyvät tehtävät omissa toimipisteissään. Pörssivälittäjät tallentavat osto- ja myyntitarjouksia järjestelmään, joka yhdistää (täsmäyttää) automaattisesti keskenään yhteensopivat tarjoukset kaupoiksi. Tarjoukset ovat sitovia ja ne ovat samanaikaisesti kaikkien pörssivälittäjien nähtävissä. Kaupankäyntijärjestelmä tuottaa ajantasaista ja eräaikaista informaatiota arvopaperien hintakehityksestä (HEX-indeksi) sekä kauppohen osapuolista, hinnoista ja määristä. Pörssi ja välittäjät voivat lähettää järjestelmässä tiedonantoja, ja tämän lisäksi järjestelmään tallennetaan pörssiyhtiöiden tiedotteet.

Kun jatkuva kaupankäynti on pörssipäivänä päättynyt, voivat arvopaperinvälittäjät tehdä HETI-järjestelmässä kauppvoja vielä niin sanotussa jälkipörssissä. Jälkipörssissä kaupat voidaan kuitenkin päättää vain sillä hintatasolla, joka on muodostunut saman pörssipäivän jatkuvassa kaupankäynnissä. Tällöin HETI-järjestelmä ei täsmäytä automaattisesti tarjouksia kaupoiksi, vaan ne on ostajien erikseen tallennettava ja myyjien vahvistettava järjestelmään. Jälkipörssissä tehdyt kaupat voivat muodostaa hyvin suuren osan pörssipäivän osakevaihdosta.

Helsingin Arvopaperipörssin HETI-järjestelmässä käydään kauppaa arvopaperimarkkinallain 3 luvun 4 §:n tarkoittamalle pörssilistalle otetuilla osakkeilla, optiotodistuksilla, vaihtovelkakirjalainoilla ja merkintäoikeuksilla. Tämän lisäksi järjestelmässä voidaan tehdä kauppvoja pörssilistatuilla joukkovelkakirjoilla sekä OTC- ja meklarilistalle otetuilla arvopapereilla. OTC- ja meklarilistaa koskevat itsesääntelynormit on muotoiltu hyvin yhdenmukaisiksi pörssilistan itsesääntelynormien kanssa. OTC-listan ja meklarilistan ylläpitäminen on arvopaperimarkkinallain 3 luvun 13 §:n tarkoittamaa muuta julkista

kaupankäyntiä.

### *Suomen Arvopaperikeskus Oy:n selvitysjärjestelmä osakemarkkinoilla*

Helsingin Arvopaperipörssi Oy:ssä tehdyt kaupat selvitettiin viime vuosiin asti kahdenkeskisesti arvopaperinvälittäjien välillä. Pörssi aloitti keskitetyn arvopaperiselvityksen maaliskuussa 1991. Pörssin yhteydessä toimi vuoden 1996 loppuun asti selvityskeskus, jossa selvitettiin pääasiassa arvopaperija arvo-osuusmuodossa olevien osakkeiden luovutuksia. Selvityskeskus on siirretty Suomen Arvopaperikeskus Oy:lle, joka aloitti toimintansa vuoden 1997 alusta. Arvo-osuuksien osuus pörssikauppojen selvityksessä on kasvanut jatkuvasti 4.5.1992 lähtien, jolloin niiden selvitys aloitettiin.

Suomen Arvopaperikeskus Oy:n OM- ja APC-selvitysjärjestelmässä selvitetään kaikki Helsingin Arvopaperipörssi Oy:n HETI-järjestelmässä tehdyt osake-, merkintäoikeus- ja optiotodistuskaukat.

Arvo-osuuksien ja arvopaperien pörssi-kaupan tavanomainen selvitysaika on kolme päivää kaupantekopäivästä.

### *Arvo-osuusluovutusten selvitys*

Automaattinen selvitysjärjestelmä tukee kaupankäyntijärjestelmää. HETI-järjestelmässä tehty kauppa kirjautuu automaattisesti selvitettäväksi OM-järjestelmään.

Kun asiakas on antanut myyntitoimeksannon arvopaperinvälittäjälle, voi tämä kirjauttaa niin sanotun myyntivaruksen asiakkaansa arvo-osuustilille. Myyntivaraus tehdään yleensä vain yksityisasiakkaan tilille. Sen jälkeen, kun arvopaperikauppa on esimerkiksi HETI-järjestelmässä päätetty, merkitään myyjäisasiakkaan arvo-osuustilille niin sanottu ennakkokirjaus. Selvityssääntöjen mukaan on myyjän selvitysosapuolen huolehdittava ennakkokirjauksen tekemisestä. Ostaja-asiaakaan lukuun toimiva selvitysosapuoli puolestaan on velvollinen huolehtimaan siitä, että ostajan arvo-osuustilille kirjataan ennakkokirjauksella saapuvista arvo-osuuksista.

Ennakkokirjauksessa myyjäisasiakkaan arvo-osuustilille kirjataan arvo-osuustilillain 9 §:n mukainen ehdollinen luovutus, joka ei vielä ole käynyt lopulliseksi. Kirjaus rajoittaa asiakkaan vallintaoikeutta kaupan kohteena oleviin arvo-osuuksiin. Ennakkokirjauksen oikeudenhaltijaksi merkitään yleensä myyjä-



asiakkaan arvopaperinvälittäjä. Kirjauksen tekemisen jälkeen asiakas ei voi peruuttaa arvo-osuuksien siirtoa tai purkaa ennakkokirjausta ilman oikeudenhaltijaksi merkityn välittäjän suostumusta. Myöskään selvitysosapuoli ei saa ilman Arvopaperikeskuksen ja kaupan toisen osapuolen lupaa pyytää kirjauksen poistamista tai muuttamista. Kun arvo-osuuden ostajaa ei käytännössä merkitä luovutusrajoituksen oikeudenhaltijaksi, ei ostaja vielä kirjauksen yhteydessä saa sivilisilta suojattua oikeusasemaa. Ennakkokirjauksella arvo-osuudet varataan kaupan täyttämistä varten. Tämän takia edellytetään, että selvitysosapuoli tekee kirjaushakemukset viipymättä kaupan syntymisen jälkeen.

Ennakkokirjaukset ja -ilmoitukset on tehtävä viimeistään suorituspäivää edeltävänä päivänä kello 16.00. Jollei kirjausta tai ilmoitusta ole tehty tähän ajankohtaan mennessä, ilmoittaa laiminlyönnin aiheuttanut osapuoli toiselle osapuolelle ja pörssille kirjauspuutteesta. Jos tässä yhteydessä käy ilmi, ettei kauppaa voida selvittää seuraavan päivän selvityksessä, on toisella osapuolella oikeus purkaa kauppa välittömästi. Ennakkokirjaus tai -ilmoitus voidaan kuitenkin tehdä vielä suorituspäivänä kello 9.00 mennessä, mikäli toinen selvitysosapuoli tähän suostuu.

OM-järjestelmä laskee kullekin selvitysosapuolelle päivittäin maksu- ja vakuusennusteen sekä kertoo osapuolten selvitysilanteen. Selvitysosapuoli on velvollinen tarkastamaan ennusteet ja ryhtymään viivytelemättä niistä ilmenevien puuttuvien toimenpiteiden täyttämiseen, jotta selvitys voidaan toteuttaa ajoissa. Järjestelmä vahvistaa osapuolille vain yhden maksuvelvoitteen tai saamisen, joka toteutetaan suorituspäivänä. Maksuliikenne siis nettoutetaan pörssikaupan arvo-osuus selvityksessä.

Ennen lopullista selvitystä on selvitysosapuolen asetettava Arvopaperikeskukselle selvitysennusteen mukainen vakuus, joka turvaa nettomaksun suorittamisen. Selvitysosapuoli voi välttää vakuuksien asettamisen suorittamalla vaihtoehtoisesti ennakkoon vakuuden määräisen rahasumman. Vakuus on asetettava suorituspäivänä viimeistään kello 10.30.

Jos ennakkokirjaukset on vahvistettu ja vakuudet asetettu, on selvityshetki suorituspäivänä kello 11.30. Tässä yhteydessä Suomen Arvopaperikeskus Oy ottaa vastuun nettolaskelman mukaisen maksun suorittamisesta selvitysosapuolelle. Se on myös velvolli-

nen tekemään arvo-osuusrekistereille osoitettavat kirjaushakemukset selvitysosapuolten lukuun. Käytännössä arvo-osuudet toimitetaan vastaanottajalle muuttamalla ennakkokirjaukset ja -ilmoitukset lopullisiksi ja tekemällä tarvittavat merkinnät arvopaperikeskuksen ylläpitämiin omistajaluetteloihin. Arvo-osuuksien toimitusvelvoitteita ei arvo-osuus selvityksessä nettouteta.

Arvopaperikaupan maksuliikenne ohjataan Suomen Pankin sekkitilijärjestelmän kautta. Ne selvitysosapuolet, joilla ei ole tiliiä sekkitilijärjestelmässä, voivat sopia jonkin talletuspankin kanssa maksujen välittämisestä pankin sekkitilin kautta. Maksut voidaan kuitenkin suorittaa myös pankkiveksellillä, varmennetulla sekillä tai tilisiirrolla. Selvitysosapuolen on suoritettava nettolaskelman mukainen maksu sekkitilijärjestelmässä olevalle arvopaperikeskuksen tilille kello 12.00 mennessä. Jos osapuoli maksaa muulla tavalla, on maksuvaline tai kuitti pankkisiirrosta toimitettava myös viimeistään kello 12.00. Arvopaperikeskus puolestaan on velvollinen tekemään arvo-osuuksien siirtoa koskevat kirjaamishakemukset arvo-osuusrekistereille. Arvopaperikeskus maksaa nettolaskelman mukaiset saamiset selvitysosapuolten tileille sen jälkeen, kun se on saanut arvo-osuusrekistereiltä tiedon kirjausten muuttamisesta lopullisiksi. Maksu voi tapahtua aikaisintaan kello 13.15. Selvitysosapuolet eivät siten saa aivan välitöntä toimitusta maksuaan vastaan, mutta selvitysosapuolen suorittama nettomaksu on arvopaperikeskuksen hallussa niin pitkään, että arvo-osuuksien kirjaukset on muutettu lopullisiksi. Selvitysjärjestelmässä jää selvitysosaapuolen suorittaman maksun ja arvo-osuusiin toimituksen väliin noin puolitoista tuntia. Vaikka vastaanottavat selvitysosapuolet saavat nettomaksun samana päivänä, on niiden vaikea siirtää maksut edelleen loppuasiakkaalle. Tämä johtuu pankkien välisen maksuliikeclearingin päivittäisestä aikataulusta. Asetettu vakuus vapautetaan heti, kun selvitysosapuoli on täyttänyt maksuvelvollisuutensa kokonaan.

Jollei selvitysosapuoli aseta ajoissa riittäviä vakuuksia, keskeyttää arvopaperikeskus osapuolen selvityspäivään kuuluvien kauppojen selvityksen välittömästi ja ilmoittaa keskeyttämisestä toisille selvitysosapuolille. Toisten osapuolten suostumuksella voidaan häiriöön joutuneen osapuolen kauppojen suorituspäivä määrätä uudelleen. Jollei vas-

tapuoli suostu tähän, on kauppa suoritettava kauppakohtaisesti tai purettava. Kauppakohtaisessa suorituksessa arvopaperikeskus valvoo maksun sekä sen, että kauppa toteutetaan oikein. Tällainen kauppa saatetaan silti joutua purkamaan.

Jos selvitysosapuolen laiminlyönti johtaa kaupan poistamiseen OM-järjestelmästä, on selvitysosapuolille laadittava uudet ennusteet suorituspäivän selvityksestä. Tämän takia arvopaperikeskuksella on oikeus siirtää selvityshetkeä myöhäisempään ajankohtaan suorituspäivänä. Mikäli selvitys tällöin siirtyisi kello 14:n jälkeiseksi ajaksi, voi arvopaperikeskus siirtää selvityksen myös seuraavalle päivälle. Kun vakuudet on asetettu ja kun arvopaperikeskus on ottanut vastuun maksuista, on arvopaperikeskuksella oikeus realisoida vakuudet, jollei selvitysosapuoli suorita nettolaskelman osoittamaa maksua. Selvitysosapuolen aiheuttamien viivästysten perusteella arvopaperikeskus voi periä osapuolelta viivästyneen arvo-osuusmäärän arvon mukaan laskettavan viivästysmaksun.

Pörssi-kaupan selvitysjärjestelmässä ostajan selvitysosapuolella on riski siitä, ettei myyjä toimita ajoissa kaupan kohteena olevia arvo-osuuksia. Arvo-osuusjärjestelmän teknisellä ratkaisulla on estetty sellaisiin kauppoihin liittyvien kirjausten peruuttaminen, joiden ennakkokirjaukset ja -ilmoitukset täsmäävät. Kaupat siis ikään kuin lukitaan suorituspäivän aamuna arvo-osuusrekistereissä niin, ettei myyjä arvo-osuuksia voi käyttää muuhun kuin kaupan toimitukseen. Pörssi-kaupan selvitysjärjestelmässä ostajan riski säilyy siten lukitsemishetkeen asti. Kaupankäyntitietojen ja arvo-osuusrekistereiden ennakkokirjausten ja -ilmoitusten yhtäpitävyys tarkistetaan lopullisesti vasta juuri ennen selvityshetkeä. Kun ostajan selvitysosapuoli voi heti kaupantekopäivää seuraavasta päivästä seurata kaupan selvittämistä omalta työasemaltaan, ei myyjän laiminlyönti kuitenkaan tule yllätyksenä.

Myyjän selvitysosapuolella puolestaan on riski siitä, ettei tehdyn kaupan selvitys toteudu, jos ostaja laiminlyö asettaa riittävän vakuuden. Arvopaperikeskus tarkistaa vakuustilanteen suorituspäivänä. Osapuoli voi varmistua selvityksen toteutumisesta vasta, kun arvopaperikeskus ottaa vastuun maksusta. Myyjän ja ostajan vastapuoliriskit voivat siten säilyä pörssi-kaupan selvitysjärjestelmässä aina selvityspäivään asti. Kun pörssi kuitenkin valvoo osapuolten tekemät suori-

tukset, eivät ostaja ja myyjä joudu ottamaan riskiä oman suorituksensa menettämisestä, vaikka vastapuoli jättäisikin kaupan täyttämättä.

#### *Arvopaperien luovutusten selvitys*

Vaikka suurin osa pörssi-arvopapereiden kaupoista tehdäänkin arvo-osuuksilla, käytään myös arvopapereilla kauppaa.

Arvopaperien selvityksessä arvopaperikeskus käyttää hyväkseen automaattista tietojenkäsittelyjärjestelmää. Kauppapäivää seuraavana pankkipäivänä arvopaperikeskus siirtää tiedot selvitettävistä kaupoista OM-järjestelmästä kauppaselvitysjärjestelmään. Selvitykseen osallistuvilla arvopaperinvälittäjillä (selvitysosapuolilla) on tietojärjestelmässä arvopaperilajikohtaiset ja laskennalliset tilit, joiden avulla pidetään kirjaa tehdyistä kaupoista ja toimituksista. Arvopaperitilijärjestelmä (APC-järjestelmä) on ainoastaan kirjanpidollinen, eikä sillä ole samanlaista oikeudellista asemaa kuin arvo-osuusjärjestelmällä. Järjestelmä laskee kauppapäivän jälkeen kullekin selvitysosapuolelle selvityssennusteen, jota osapuoli voi seurata omalta työasemaltaan. Selvityssennusteessa eritellään jokainen arvopaperilaji, jolla selvitysosapuoli on kauppapäivän aikana tehnyt kauppoja. Samalla arvopaperilajilla tehdyt ostot ja myynnit yhdistetään nettoperiaatteen mukaisesti yhdeksi arvopaperilajikohtaiseksi saatavaksi tai toimitusveloitteeksi. Selvityssennuste ilmaisee myös nettoperiaatteen mukaan lasketun maksuvelvollisuuden tai rahasaamisen. Selvityspäivää edeltävän päivän iltana tietojärjestelmä tekee kirjanpidossa nettomääräiset kirjaukset selvitysosapuolten arvopaperitileille.

Selvitysosapuolen on toimitettava kirjausten mukainen arvopaperilajikohtainen määrä arvopapereita arvopaperikeskukseen selvityspäivänä. Arvopaperikeskus maksaa selvitysosapuolelle vain summan, joka vastaa toimitettuja arvopapereita. Maksua vastaan on selvitysosapuolen siirrettävä kauppoihin liittyvät oikeutensa arvopaperikeskukselle.

Arvopapereita vastaanottavien osapuolten on noudettava arvopaperit selvityspäivänä. Tässä yhteydessä osapuoli maksaa vain ne arvopaperit, jotka se saa. Selvitysosapuoli saattaa siten saman päivän aikana joutua ensin toimittamaan arvopapereita ja myöhemmin hakemaan toisia arvopapereita. Sama järjestely koskee maksuja. Selvi-

tysosapuoli ei saa kuitata toimituksiin ja noutoihin liittyviä maksuja keskenään. Maksut voidaan suorittaa pankkivekselillä, varmennetulla sekillä tai tilisiirtona.

Arvopaperiselvityksessä selvitysosapuoli suorittaa ja vastaanottaa vain arvopaperilajikohtaisia nettomääriä. Kauppojen loppuun saattamiseksi osapuolen on järjestettävä sisäinen selvitys asiakkaidensa välillä.

Arvopaperikeskus ei vastaa kaupan lopullisesta toteutumisesta arvopaperien luovutusten selvityksessä. Selvitysosapuolia kohtaan arvopaperikeskus on sitoutunut huolehtimaan vain sille toimitettujen arvopaperien maksamisesta ja niiden luovuttamisesta maksua vastaan. Jos osapuoli jättää täyttämättä toimitus- tai maksuvelvoitteensa, on sen osoitettava, mihin kauppaan laiminlyönti kohdistuu. Tämän kaupan maksuselvitystä ja arvopaperitoimitusta muutetaan laiminlyöntiä vastaavasti. Jollei osapuoli välittömästi osoita puutteellista kauppaa, suorittaa arvopaperikeskus kohdistamisen. Laiminlyöntiin syytön osapuoli on oikeutettu purkamaan kaupan selvityspäivää seuraavana päivänä. Selvityksessä on siten kysymys lähinnä positio-nettoutuksesta.

Arvopaperien luovutukset voidaan selvittää osapuolten pyynnöstä myös kauppakohtaisesti. Kauppakohtaisessa selvityksessä suorituksia ei netoteta, eikä niitä tehdä arvopaperikeskuksen kautta. Arvopaperikeskus kuitenkin valvoo kauppakohtaista selvitystä vaatimalla osapuolilta raportteja niistä kaupoista, joiden toimitukset ja maksut osapuolet ovat järjestäneet keskenään. Milloin siirto kauppakohtaiseen selvitykseen on tarpeellinen esimerkiksi kaupan suuren koon takia, voi arvopaperikeskuksen toimitusjohtaja ilman osapuolten pyyntöäkin päättää siirrosta.

Laiminlyöntiin syyllistynyt selvitysosapuoli on korvausvelvollinen vahingon kärsinyttä osapuolta kohtaan. Suoritushäiriöön joutunut osapuoli voi myös joutua suorittamaan sopimussakon ja viivästyskoron tyyppisiä korvauksia arvopaperikeskukselle.

### *Rahamarkkinat*

Rahamarkkinoilla välitetään vieraan pääoman ehtoista rahoitusta pääsääntöisesti korkeintaan vuoden pituiseksi ajaksi. Pankkien sijoitustodistukset ovat oikeudelliselta muodoiltaan lyhytaikaisia haltijavelkakirjoja. Sijoitushetkellä niistä maksetaan nimellisarvoa pienempi summa, joten korko muodostuu

nimellisarvon ja maksetun hinnan erotuksesta. Sijoitustodistusten korkojen perusteella määritetään niin sanotut helibor-korot, joita käytetään yleisesti luottojen ja pankkitalleusten viitekorkoina.

Sijoitustodistusten lisäksi rahamarkkinoilla käydään kauppaa valtion liikkeeseen laskevilla velkasitoumuksilla, yritysten yritystodistuksilla ja kuntien kuntatodistuksilla. Kauppoja tehdään myös niin sanotuilla koronvaihtosopimuksilla (engl. *swaps*). Rahamarkkinoiden sijoituskohteita ovat niin ikään sijoitustodistuksiin perustuvat korkoterminit ja -optiot. Näiden johdannaissopimusten avulla osapuolet pyrkivät joko suojautumaan markkinakorkojen muutoksia vastaan tai hyötymään muutoksista.

Rahamarkkinoille on luonteenomaista toiminnan nopeus ja sijoittajien ammattimaisuus sekä yksittäisten kauppojen suuri koko. Rahamarkkinat ovat rakenteeltaan kahdenväliset puhelinmarkkinat, joilla kaupankäynti tapahtuu puhelimitse. Viitteellisiä hintatarjouksia annetaan kaupallisissa tiedonvälitysjärjestelmissä, kuten Reuters-järjestelmässä. Nämä julkiset tarjouskehotukset eivät kuitenkaan sido antajaansa. Varsinaiset sitovat tarjoukset annetaan pyynnöstä puhelimesta myyjän ja ostajan välillä. Rahamarkkinoilla sitova tarjous ei siten ole julkinen.

Rahamarkkinoiden osapuolina toimivat tyypillisesti luottolaitokset, yritykset, valtio ja Suomen Pankki. Markkinoilla on koko sijoittavalle yleisölle avoin alue, jota kutsutaan asiakasmarkkinoiksi. Asiakasmarkkinoilla käydään kauppaa kaikilla rahamarkkinoiden sijoituskohteilla.

Suomen Pankki on vuodesta 1987 osallistunut rahamarkkinakaupankäyntiin rahapoliittisten tavoitteidensa toteuttamiseksi. Se ostaa ja myy pankkien liikkeeseen laskemia sijoitustodistuksia. Lisäksi se laskee liikkeeseen omia sijoitustodistuksiaan. Avomarkkinaoperaatioillaan keskuspankki pyrkii vaikuttamaan yleiseen korkokehitykseen. Se on hyväksynyt kauppojen vastapuoliksi vain tietyt suuret, keskuspankkirahoitukseen oikeutetut luottolaitokset (interventio-osapuolet), jotka ovat allekirjoittaneet vuonna 1991 laaditun rahamarkkinakaupan pelisääntösopimuksen. Tässä sopimuksessa laitokset (markkinatakaajat) ovat sitoutuneet pyydettäessä antamaan sitovia osto- ja myyntitarjouksia toisilleen ja keskuspankille kaupankäynnin kohteena olevista rahamarkkinavelkakirjoista.



Suomen Pankin ja sen markkinatakaajiksi hyväksymien luottolaitosten välinen kaupankäynti muodostaa rahamarkkinoiden ytimen eli niin sanotut interbank-markkinat. Luottolaitokset käyttävät näitä markkinoita maksuvalmiutensa tasaamiseen. Interbank-markkinoiden keskeisin sääntely sisältyy pelisääntösopimukseen, jossa määritellään rahamarkkinoiden käyttäytymissääntöjä ja riittäisyyksien selvittämistä. Sopimus ei velvoita osapuolia sitoutumaan markkinatakkaukseen kaikista liikkeeseen lasketuista sijoitustodistuksista, vaan markkinatakaajat voivat ilmoittaa keskuspankille ja muille osapuolille ne liikkeeseenlaskijat ja sitoumukset, joita markkinatakkaukseen koskee. Kukin markkinatakaaja määrittelee niin sanotut poikkeamapistteet niille velkasitoumuksille, joiden kaupankäyntiin se on sitoutunut. Poikkeamapistteet heijastavat markkinatakaajan näkemystä liikkeeseenlaskijaan liittyvästä riskistä. Markkinatakaajat antavat interbank-markkinoilla tarjouksensa ikään kuin ne koskisivat takaa-ajan omaa sijoitustodistusta, ja kaupat sovitaan tämän tiedon perusteella. Osapuolet selvittävät vasta myöhemmin kaupan kohteena todella olleet velkasitoumukset. Tällöin muut kuin tarjouksen tekijän sijoitustodistukset hinnoitellaan poikkeamapistteiden perusteella.

Interbank-markkinoiden osapuolet määrittelevät riskien hallitsemiseksi itselleen rajat kunkin liikkeeseenlaskijan sitoumusten omistamiselle. Keskinäinen luottamus on määräävä tekijä markkinoilla. Riidat pyritään ratkaisemaan ensin osapuolten välillä kahdenkeskisesti, mutta riita-asioita voidaan saattaa myös markkinaosapuolten edustajista koostuvan eettisen lautakunnan käsiteltäväksi. Osapuolet ovat antaneet pelisääntösopimuksessa Suomen Pankille oikeuden sulkea sopimusta rikkonut osapuoli kokonaan kaupankäynnin ja keskuspankkirahoituksen piiristä niissä tapauksissa, joissa keskuspankki katsoo rikkomuksen tapahtuneen. Suomen Pankki voi sopimuksen mukaan tällöin vaatia myös osapuolen vastuuhenkilöiden vaihtamista.

#### *Rahamarkkinoiden selvitysjärjestelmä*

Rahamarkkinavelkakirjoista vain talletuspankkien sijoitustodistuksia ja valtion velkasitoumuksia on toistaiseksi laskettu liikkeeseen elektronisessa muodossa. Näille arvo-osuuksille pidetään arvo-osuusrekistereitä

Suomen Arvopaperikeskus Oy:n ylläpitämässä tietoteknisessä RM-ympäristössä. Yhtiön tietojärjestelmään on liitetty myös muita vieraan pääoman ehtoisia arvo-osuuksia.

Arvopaperikeskus toimii myös sijoitustodistusten ja valtion velkasitoumusten luovutusten selvityskeskusena. Yhtiö on laatinut säännöt sen tietoteknisessä ympäristössä toimimista ja selvitystoimintaa varten. Näille säännöille ei lainsäädännössä ole asetettu vaatimusta valtiovarainministeriön vahvistuksesta. Arvopaperikeskus varmistaa sääntöjen noudattamisen vaatimalla, että selvitysosapuolet allekirjoittavat vakioehtoisen sopimuksen tietojärjestelmässä toimimisesta.

Selvitysosapuolina toimivat Suomen Arvopaperikeskus Oy:n hallituksen hyväksymät tahot, jotka ovat arvo-osuusrekisterin pitäjiä tai näiden toimiluvan perusteella toimivia asiamiehiä. Tällä hetkellä selvitysosapuolia ovat suurimmat liikepankit, Suomen Pankki ja valtiokonttori sekä eräät muut luottolaitokset, kuten Suomen Vientiluotto Oy.

Selvitysmenettelyn yhteydessä arvopaperikeskus ottaa itse vastuun selvitetäväksi hyväksymiensä kauppojen toteutumisesta. Tällainen järjestely aiheuttaa selvitysyhteisölle huomattavia riskejä. Siksi arvopaperikeskuksen toimintakykyä on pyritty turvaamaan erityisjärjestelyin, kuten vakuutuksin ja tapionjakositoumuksin. Yhtiön maksuvalmiuden varmistaa viime kädessä Suomen Pankki, joka myöntää tarvittaessa yhtiölle maksuvalmiusluottoa.

#### *Rahamarkkinakaupankäynnin selvitys*

Rahamarkkinakaupan yhteydessä sovitaan arvopaperien toimitus- ja maksuajankohdaksi tavallisimmin kauppapäivää seuraava toinen pankkipäivä. Tällaista kauppaa kutsutaan spot-kaupaksi. Arvopaperikeskuksen selvitysjärjestelmässä luovutus voidaan kuitenkin selvittää myös minä tahansa muuna osapuolten sopimana päivänä. Osapuolten niin halutessa selvitys voi tapahtua jopa kauppapäivän aikana.

Rahamarkkinakauppoja selvitetään kolmella tavalla: taatussa nettoselvityksessä, kaupakohtaisessa selvityksessä tai sisäisessä selvityksessä.

*Taattu nettoselvitys.* Selvitysosapuolet ovat omien työasemiensa kautta yhteydessä arvopaperikeskuksen tietojärjestelmään. Kaupan tekemisen jälkeen on sekä myyjän että ostajan selvitysosapuolen ilmoitettava kaup-

pa järjestelmään. Järjestelmä tarkistaa kirjaukset automaattisesti ja vahvistaa kaupan, jos osapuolten ilmoitukset ovat yhtäpitävät.

Kauppaehdoissa sovittua toimitusta edeltävänä päivänä tietojärjestelmä tarkistaa, että myyjällä on arvo-osuustilillään kaupan toteuttamiseen tarvittavat arvo-osuudet. Kauppa hyväksytään selvitettäväksi kuitenkin myös silloin, kun tilille on vasta tulossa tarpeellinen määrä arvo-osuuksia, mikäli arvo-osuudet vielä ehtivät toimitukseen. Hyväksymisen yhteydessä arvo-osuudet varataan toimitusta varten siirtämällä ne luovuttavan selvitysosapuolen kaupintatilille. Samalla arvo-osuudet pantataan arvopaperikeskukselle. Järjestelmä siis periaatteessa sallii hyväksymishetken asti sellaisten arvo-osuuksien kauppaselvityksen jatkumisen, joita myyjä ei kaupantekohetkellä vielä omista.

Arvopaperikeskus vaatii vakuuksia selvitysosapuolten maksukyvyyn ja arvo-osuustoimitusten varmistamiseksi. Ostajan on katettava vakuudella kaupan kohteena oleviin arvo-osuuksiin liittyvä hintariski. Kun vakuudet on asetettu, ottaa arvopaperikeskus vastuun sekä netotettujen arvo-osuustoimitusten että nettomaksujen suorittamisesta. Arvopaperikeskus ei siten missään vaiheessa tule kaupan osapuoleksi.

Selvityksessä käsitellään ne kaupat, jotka on hyväksytty selvitettäväksi varsinaisen selvitysvaiheen alkamisajankohtaan mennessä. Nettoselvityksessä lasketaan jokaiselle selvitysosapuolelle arvo-osuuslajeittain yksi saaminen tai toimitusvelvollisuus. Järjestelmä toteuttaa toimituksen siirtämällä luovuttavien selvitysosapuolten kaupintatileillä olevat arvo-osuudet vastaanottavien selvitysosapuolten kaupintatileille. Kauppojen loppuun saattamiseen tarvittavat arvo-osuudet kirjataan kuitenkin välittömästi samassa tietokoneajossa kaupintatileiltä ostajien tai muiden vastaanottajien tileille, jotka on osoitettu kauppojen tiedoissa.

Myös selvitysosapuolten rahavelvoitteet ja -saamiset nettoutetaan. Maksuliikenteen hoitamiseksi on selvitysosapuolilla oltava yhteys Suomen Pankin sekkitilijärjestelmään. Suomen Arvopaperikeskus Oy:llä on tässä järjestelmässä sekkitili, jonka kautta arvo-osuusluovutuksista johtuvat nettomaksut kulkevat. Selvitysjärjestelmä siirtää luovutettavat arvo-osuudet vastaanottajien arvo-osuustileille vasta, kun Suomen Arvopaperikeskus Oy on saanut tiedon maksun saapumisesta omalle sekkitililleen. Ne selvitysosapuolet,

joilla on saaminen Suomen Arvopaperikeskus Oy:ltä, saavat toimituksessa maksun osoittamilleen sekkitileille.

Nettoselvityksessä Suomen Arvopaperikeskus Oy ei huolehdi maksun toimittamisesta selvitysosapuolten asiakkaille asti. Osapuolet pitävät itse huolta maksujen tilittämisestä arvo-osuuksien myyjille sen jälkeen, kun nettolaskelman osoittamat maksut on suoritettu osapuolten sekkitileille. Toimitus maksua vastaan -periaate toteutuu siten Suomen Arvopaperikeskus Oy:n nettoselvityksessä vain selvitysosapuolten välillä. Osapuolten ja niiden asiakkaiden välinen selvitys perustuu keskinäiseen luottamukseen.

Selvitysosapuolten kaupintatileille kulloinkin kirjatut arvo-osuudet ovat jatkuvasti pantattuina Suomen Arvopaperikeskus Oy:lle. Yhtiö edellyttää, että selvitysosapuoli hankkii itse panttaukseen arvopaperimarkkinalain 4 luvun 5 §:n 1 momentin edellyttämät suostumukset asiakkaaltaan. Selvitysosapuoli voi lisäksi antaa vakuudeksi rahalletuksia tai muita Suomen Arvopaperikeskus Oy:n hyväksymiä vakuuksia.

Jos tietojärjestelmään kirjattua kaupaa ei hyväksytä selvitettäväksi, mitätöi järjestelmä kaupan kirjauksen vaikutukset tekemällä automaattisen ja vastakkaissuuntaisen kaupan. Selvitysosapuoli voi kuitenkin ennakolta suostua siihen, että kauppa siirretään mitätöimisen sijasta kauppakohtaiseen selvitykseen. Jos hyväksymättä jääneen kaupan molemmat selvitysosapuolet ovat antaneet tällaisen ennakkosuostumuksen, voidaan kauppa selvittää kauppakohtaisesti. Kaupan hyväksymättä jättäminen saattaa johtua esimerkiksi siitä, ettei myyjän selvitysosapuoli saa tarpeeksi ajoissa haltuunsa luovutukseen tarvittavia arvo-osuuksia. Jos kauppa joudutaan mitätöimään, on laiminlyöntiin syyllistynyt osapuoli velvollinen suorittamaan Suomen Arvopaperikeskus Oy:lle yhtiön hallituksen vahvistaman sopimussakon. Yhtiö puolestaan jakaa tämän sakon kauppahintojen suhteessa niille syyttömille osapuolille, jotka ovat osallistuneet kaupan selvitykseen. Kun ennen mitätöimistä on saatettu tehdä useita samoja arvo-osuuksia koskevia kauppoja, voi mitätöinti aiheuttaa ketjukauppojen purkautumisen.

Jos ostajan selvitysosapuoli ei suoriudu rahamaksuvelvollisuudestaan, myöntää Suomen Arvopaperikeskus Oy osapuolelle automaattisesti maksuvelvoitteen suuruisen ja yhden pankkipäivän mittaisen rahoitus-

luoton. Suomen Arvopaperikeskus Oy saa luottoon tarvittavat varat Suomen Pankista, jolle yhtiö puolestaan voi siirtää selvitysosa- puolelta saamansa vakuudet. Luottojärjestel- lyllä pyritään varmistamaan se, etteivät raha- markkinat ajaudu välittömästi häiriötilaan yhden osapuolen maksuvaikeuksien takia. Jollei selvitysosaapuoli maksa rahoitusluottoa, realisoi Suomen Arvopaperikeskus Oy selvi- tysosaapuolen vakuudet maksun saamiseksi.

*Kauppakohtainen selvitys.* Arvo-osuus- kauppa voidaan Suomen Arvopaperikeskus Oy:n RM-ympäristössä selvittää myös kaup- pakohtaisesti. Tässä menettelyssä ei arvo- osuuksien toimitusvelvoitteita netoteta. Ra- hamarkkinoille ovat tyypillisiä pitkät, yhdel- lä kertaa toteutettavat kauppaketjut. Vaikka kauppakohtaisessa selvityksessä ei myöskään osapuolten rahavelvoitteita netoteta, ottaa selvitysjärjestelmä huomioon samalla hetkel- lä toteuttamiskelpoisten kauppojen nettora- hoitustarpeen joko arvo-osuustileittäin tai selvitysosaapuolittain. Järjestelmä käyttää arvo-osuuksien myynnistä tulevat varat sama- aikaisesti toteutuvan oston maksuun, joten osapuolen on maksettava vain näiden rahamäärien erotus. Joukkovelkakirjamark- kinoiden selvitys hoidetaan lähes yksin- oman kauppakohtaisesti RM-järjestelmässä.

Suomen Arvopaperikeskus Oy:n keskite- tyssä tietojärjestelmässä on mahdollista teh- dä arvo-osuustilien välillä samanaikaisia ja molemminpuolisia siirtokirjauksia. Tätä tie- tojärjestelmän ominaisuutta käytetään hyväk- si kauppakohtaisessa selvityksessä. Tietojär- jestelmä toteuttaa kaupan sovittuna toimitus- päivänä heti, kun myyjällä on arvo-osuus- tilillään tarvittavat arvo-osuudet ja ostaja on asettanut käytettäväksi maksuun riittävät rahavarat. Myyjä voi kaupan kirjaamisen yhteydessä ilmoittaa, että myydyt arvo-osu- det varataan siten, että niitä voidaan käyttää vain toimituksen toteuttamiseen. Ostaja puo- lestaan voi etukäteen varata Suomen Arvo- paperikeskus Oy:n Suomen Pankissa olevalle sekkitilille rahavaroja, joista maksut suori- taan myyjälle.

Kauppakohtaisessa selvityksessä arvo- osuudet voidaan kirjata myyjän arvo-osuusti- liltä ostajan tilille samaan aikaan kuin myy- jälle suoritetaan maksu ostajan varoista. Toi- mitus maksua vastaan -periaate voidaan kauppakohtaisessa selvityksessä siten toteut- taa myös eri selvitysosaapuolten asiakkaiden kesken. Suomen Arvopaperikeskus Oy ei ota vastuuta kaupan toteutumisesta, eikä kaupan

kohteena olevia arvo-osuuksia pantata yh- tiölle. Jos kaupan toteuttamisen edellytykset puuttuvat, poistetaan kauppa automaattisesti järjestelmästä viiden päivän kuluttua sovi- tusta toimituspäivästä.

*Arvo-osuusrekisterin sisäinen kauppa.* Suo- men Arvopaperikeskus Oy:n tietojärjestel- mään voidaan kirjata myös arvo-osuusrekis- terin sisäinen kauppa. Sisäisen kaupan selvi- tys rajoittuu siihen, että järjestelmä toteuttaa arvo-osuuksien siirron myyjältä ostajalle sitten, kun myydyt arvo-osuudet ovat myy- jän arvo-osuustilillä ja ne voidaan siirtää. Maksuja ei ohjata järjestelmän kautta, eikä Suomen Arvopaperikeskus Oy vastaa suori- tuksista.

#### *Seuraamukset, valvonta*

Suomen Arvopaperikeskus Oy voi määrätä selvitysosaapuolen maksamaan sopimussak- koa ja estää osapuolen toiminnan yhtiön jär- jestelmässä, jos osapuoli rikkoo sääntöjä. Päätöksen seuraamuksen määräämisestä tee- kee yhtiön hallitus tai toimitusjohtaja, mutta tietyt seuraamukset voidaan myös tuottaa au- tomaattisesti suoraan tietojärjestelmästä ja il- man erillistä harkintaa. Keskitetyn tietojär- jestelmän ansiosta selvitysosaapuolet voivat itse jatkuvasti ja reaaliaikaisesti seurata näyttöpäätteistään selvityksen etenemistä ja omaa asemaansa siinä. Tämän takia ne voi- vat reagoida nopeasti havaitsemiinsa virhei- siin.

#### *Joukkovelkakirjamarkkinat*

Valtio, luottolaitokset ja yritykset laskevat liikkeeseen joukkovelkakirjoja saadakseen pitkäaikaista vieraan pääoman ehtoista rahoit- tusta. Tavallisimmillaan joukkovelkakirjojen laina-ajat ovat 2—10 vuotta.

Yleiseen liikkeeseen laskettujen joukkovel- kakirjojen jälkimarkkinat olivat Suomessa pitkään kehittymättömät. Lainaosuudet eivät yleensä vaihtaneet omistajaa sen jälkeen, kun ne ensimarkkinoilla kerran merkittiin. Likviditeetin puuttuminen on vähentänyt halua sijoittaa joukkovelkakirjoihin, ja tästä syystä sijoittajat ovat vaatineet kotimaan joukkovelkakirjamarkkinoilla korkeampaa tuottoa kuin hyvin toimivilla markkinoilla.

Suurin osa joukkovelkakirjakaupoista teh- dään Helsingin Arvopaperipörssin ulkopuo- lella. Pankit myyvät lainaosuuksia vähit- täisostajille tavallisesti suoraan omista lai-

nasalkuistaan. Joukkovelkakirjojen tukku-markkinoilla puolestaan käydään kauppaa puhelimitse rahamarkkinoiden tapaan. Kaupat selvitetään Suomen Arvopaperikeskus Oy:n RM-järjestelmässä. Joukkovelkakirjamarkkinoilla selvitykseen osallistuvat pankkien lisäksi eräät sijoituspalveluyritykset. Joukkovelkakirjoilla tehdyt kaupat voidaan ilmoittaa HETI-järjestelmään, mutta ilmoituskäytäntö on epäyhtenäinen. Tästä syystä Helsingin Arvopaperipörssin julkaisemat tiedot joukkovelkakirjamarkkinoista sisältävät vain pienen osan tehdyistä viitelainakaupoista ja volyymitiedoista. Kattavampia tietoja joukkovelkakirjamarkkinoista julkaisee säännöllisesti Suomen Pankki.

Jälkimarckkinoiden likviditeettiä on pyritty parantamaan valtion viitelainojen päämarkkinatakausjärjestelmällä (*primary dealer*-järjestelmä), joka luotiin kesällä 1992. Valtio on joukkovelkakirjamarkkinoiden kehittämisen kannalta keskeisessä asemassa, koska se on markkinoiden ylivoimaisesti merkittävin liikkeeseenlaskija. Valtio on viime vuosina velkaantunut huomattavasti syvän taloudellisen taantumana. Markkamääräistä velkaa otetaan pääosin laskemalla liikkeeseen sarjaobligatioita.

Päämarkkinatakausjärjestelmä perustuu kahteen eri sopimukseen. Valtiokonttorin kanssa tekemässään sopimuksessa päämarkkinatakaajat ovat sitoutuneet ylläpitämään jälkimarckkinoita ja antamaan sitovia hintatarjouksia valtion viitelainoista. Päämarkkinatakaajilla on velvollisuus ja yksinoikeus osallistua lainojen liikkeeseenlaskuun liittyviin huutokauppoihin. Suomen Pankin ja päämarkkinatakaajien välillä allekirjoitetussa sopimuksessa on puolestaan sovittu jälkimarckkinoiden käyttäytymissäännöistä. Suomen Pankki valvoo näiden sääntöjen noudattamista.

Jälkimarckkinoiden kehittämisen kannalta on ensisijaisen tärkeää, että kaupankäynti, kauppajien selvitys ja arvopaperien säilytys hoidetaan nopeasti ja tehokkaasti. Nämä vaatimukset voidaan parhaiten täyttää arvosuusjärjestelmässä. Arvo-osuusmuotoisten joukkovelkakirjojen liikkeeseenlasku aloitettiin joulukuussa 1995 tarvittavien lainmuutosten tultua voimaan (1386/1995). Nykyisin pääosa joukkovelkakirjoista on liitetty arvosuusjärjestelmään.

Järjestelmään on liitetty ainoastaan tukku-markkinoille tarkoitettuja joukkovelkakirjoja.

## *Suomen Pankin sekkitilijärjestelmä ja arvo-paperikaupan maksuliikenne*

### Maksujenvälitysjärjestelmä

Pankkijärjestelmässä käsitellään päivittäin valtava määrä erilaisia maksutapahtumia, joista vain pieni osa liittyy arvopaperikaupan maksuihin. Talletuspankit ovat 1990-luvulla huolehtineet useista sadoista miljoonista maksujenvälitykseen liittyvistä tapahtumista vuodessa. Maksuliikkeen sujuvuuden varmistamiseksi on pankkien keskinäiset varojen siirrot järjestettävä tehokkaasti.

Suomen Pankin sekkitilijärjestelmä muodostaa maksujärjestelmän ytimen Suomessa. Nykyinen järjestelmä otettiin käyttöön vuonna 1991. Se koostuu Suomen Pankin sekkitilisovelluksesta, tilinhaltijoiden käytössä olevasta työasemasovelluksesta sekä näitä yhdistävästä tietoliikenneverkosta. Järjestelmä perustuu Suomen Pankin ylläpitämään sekkitilietokantaan, jossa keskuspankin hyväksymät tilinhaltijat voivat pitää markkamääräisiä maksuselvitystilejä. Tilinhaltijoiksi hyväksytyistä yhteisöistä suurin osa on talletuspankkeja ja ulkomaisten luottolaitosten sivukonttoreita. Näiden lisäksi myös valtion vakuusrahastolla, valtiokonttorilla ja Suomen Arvopaperikeskus Oy:llä on järjestelmässä sekkitili. Myös SOM Oy on saanut oikeuden kahden sekkitilin käyttöön. Yksikään sijoituspalveluyritys ei toistaiseksi ole hakenut sekkitilin haltijaksi (tilanne 1.10.1997).

Työasemat ovat tosiaikaisessa tietoliikenneyhteydessä sekkitilietokantaan. Omilta työasemiltaan sekkitilinhaltijat voivat itse hoitaa maksuja toisille tilinhaltijoille. Työasemaan syötetty tapahtuma siirtyy välittömästi Suomen Pankin sovellukseen, jossa se kirjataan tililtä toiselle. Tilinhaltijat voivat tästä syystä seurata työasemaltaan sekkitilin saldon kehitystä ja tilivientejä päivän aikana jatkuvasti. Maksujenvälitysjärjestelmän kannalta on keskeistä se, että työasemasovelluksen ja tilinhaltijapankkien muiden järjestelmien välillä voidaan välittää tilivientejä reaaliaikaisesti.

Maksuliikkeen sujuvuuden varmistamiseksi on keskuspankki myöntänyt tilinhaltijapankeille oikeuden velkaantua päivänsäisesti sekkitilillä. Keskuspankki vaatii tälle päivänsäiselle luotolle täydet vakuudet. Sekkitili voi olla myös luoton.

Maksujärjestelmän toimintakykyä turvaa

myös se, että tilinhaltijapankeille on annettu mahdollisuus saada Suomen Pankilta tarvittaessa yli yön luottoa maksuvalmiuden ylläpitämiseksi. Maksuvalmiusluotto on katettava täysimääräisillä vakuuksilla. Sekkitalimitin ja maksuvalmiusluoton vakuuksina käytetään valtion liikkeeseen laskemia velkasitoumuksia ja joukkovelkakirjalainoja sekä Suomen Pankin sijoitustodistuksia.

Sekkitilijärjestelmässä käsitellään kolmen tyyppisiä tapahtumia. Järjestelmään kirjataan ensinnäkin Suomen Pankin ja talletuspankkien välisistä tapahtumista johtuvat tiliviennit. Tilivientejä tehdään järjestelmässä tosiaikaisesti ja jatkuvasti. Tiliviennit liittyvät lähinnä rahahuoltoon, valuuttakauppaan ja pankkien saamaan keskuspankkirahoitukseen. Toiseksi sekkitalijärjestelmässä käsitellään pankkien keskinäisten tapahtumien katteiden siirtoja. Nämä tapahtumat johtuvat useimmiten raha- ja valuuttakaupoista sekä yön yli -luotoista ja -talletuksista, joilla pankit tasaa-  
vat päivittäin likviditeettiään.

Kolmanteen ryhmään kuuluvat maksuliikeclearing sekä erilaisten selvitysjärjestelmien katteiden siirrot. Viimeksi mainittuja selvitysjärjestelmiä ovat esimerkiksi edellä kuvatut Suomen Arvopaperikeskus Oy:n järjestelmät. Suomen Arvopaperikeskus Oy:n OMselvitysjärjestelmässä vahvistetut nettomaksut arvopaperikeskukselle on tehtävä sekkitalijärjestelmässä päivittäin kello 11.30 mennessä. Arvopaperikeskus puolestaan suorittaa selvitysosapuolten saatavat kello 13.00 jälkeen. Suomen Arvopaperikeskus Oy:n RMselvitysjärjestelmän taatun nettoselvityksen mukaiset tiliviennit toteutetaan kello 13.00—14.00.

Pankkien välittämien kotimaisten asiakasmaksujen katteiden siirrot selvitetään päivittäin maksuliikeclearingissä. Kun pankin asiakas suorittaa maksun pankkisiirrolla toisen pankin asiakkaalle, on maksun kate suoritettava pankkien välillä. Maksun suorittavan asiakkaan ja tämän käyttämän pankin välisessä toimeksiantosuhteessa noudatetaan pankkien laatimia yleisiä maksujenvälitysehtoja. Pankit ovat sopineet, että toiseen pankiryhmään siirrettävä maksu kirjataan saajan tilille viimeistään toisena pankkipäivänä siitä, kun maksu on veloitettu maksajalta. Maksujen kate puolestaan siirretään sekkitalijärjestelmässä maksutapahtumatyyppin mukaan joko maksupäivää edeltävänä pankkipäivänä, maksupäivänä tai maksupäivän jälkeisenä päivänä. Katteidensiirtoperiaatteet

ovat pankkien keskenään sopimia.

Suomen Pankilla ja maksuliikeclearingiin osallistuvilla pankeilla on keskinäinen sopimus clearingin järjestämisestä. Clearing toteutetaan kahdessa vaiheessa. Kukin pankki laskee ensin itse välittämiensä maksuliikenetapahtumien perusteella syntyneen saamisen tai velan erikseen kutakin muuta clearingosapuolta kohtaan. Tämän jälkeen laskelmat toimitetaan Suomen Pankin sovellukseen, jossa nettosummat hyvitetään ja veloitetaan osapuolten sekkitalien välillä. Tilisiirrot tapahtuvat samanaikaisesti niin sanotussa clearingajossa noin kello 15.45. Tiedot maksuclearingin perusteena olevista maksutapahtumista siirretään erikseen suoraan pankkien välillä.

Maksuliikeclearingissä suoritetaan clearingpankkien kahdenvälisesti toisilleen välittämien maksujen katteet. Nettomäärät laskeaan kahdenvälisinä. Katesiirrot eivät muuta maksujen alkuperäisten osapuolten oikeussuhteita. Siksi maksaja vapautuu vastuusta vasta, kun maksun saajan pankki on kirjannut siirrettävän rahasumman saajan tilille. Maksaja ei voi saajaa vastaan vedota siihen, että suoritus on sisältynyt maksuclearingiin, jos maksua ei clearingin jälkeen jostain syystä kirjata saajan tilille. Toisaalta myöskään maksunvälitystehtävää toteuttava pankki ei voi vedota maksuclearingiin tai vastaanottavan pankin laiminlyönteihin pyrkiesään torjumaan toimeksiannon tekijän vaatimuksia, jotka perustuvat toimeksiantosuhteeseen.

Sekkitilijärjestelmässä hoidetaan lisäksi ulkomaisten markkamääräisten maksujen nettokatteiden siirrot sekä pankkien postisiirtotilien nollaus. Vuonna 1996 sekkitalijärjestelmässä suoritettujen maksujen yhteenlaskettu arvo oli noin 8 000 miljardia markkaa.

Elokuussa 1996 Euroopan rahapoliittinen instituutti EMI julkaisi TARGET-järjestelmän — Euroopan laajuisen, automatisoidun reaaliaikaisen bruttomaksujärjestelmän — edistymisestä raportin "First progress report on the TARGET (*Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer*) project". Raportissa käsiteltiin pääasiassa seuraavia TARGET-järjestelmän toteuttamiseen liittyviä kysymyksiä: päivän sisäisen likviditeetin myöntäminen, hinnoittelupolitiikka, järjestelmän aukioloajat, maksusuorituspalvelujen tarjoaminen muille suurten maksujen maksujärjestelmille, hankkeen organisatorinen kehys ja yhteisten me-



nettelyjen tekniset määräykset.

### Arvopaperikaupan maksuliikenne

Sijoituspalvelu yrityksistä annetun lain 52 §:n nojalla on sijoituspalveluyritys velvollinen säilyttämään hallussaan olevia asiakasvaroja erillään liikkeen omista varoista. Toimeksiantoihin liittyvät varat on ohjattava säännöksen tarkoittamille asiakasvarojen tileille, joita sijoituspalveluyritykset ovat velvollisia avaamaan talletuspankkeihin. Säännöksellä on pyritty parantamaan liikkeen asiakkaan asemaa tilanteessa, jossa yritys joutuu konkurssiin tai ulosmittauksen kohteeksi. Kun asiakkaan ja sijoituspalveluyrityksen varat on asianmukaisesti erotettu toisistaan, saa asiakas omaisuutensa takaisin konkurssin estämättä konkurssisäännön 54 §:n mukaisesti. Tästä syystä asiakasvaroja ei tilapäisestikään saa siirtää sijoituspalveluyrityksen pankkitilille. Rahoitustarkastus on antanut sijoituspalveluyrityksille ohjeen asiakasvarojen erottamisesta (ohje 203.3a, annettu 16.7.1996).

Asiakasvarojen erottamista koskeva säännös soveltuu kirjaimellisesti vain sijoituspalveluyrityksiin. Näiden lisäksi arvopaperinvälittäjiä ovat arvopaperimarkkinalain 1 luvun 4 §:n mukaan myös luottolaitokset, ulkomaiset luotto- ja rahoituslaitokset sekä ulkomaiset sijoituspalveluyritykset. Myös muut arvopaperinvälittäjät ovat yleisen huolellisuusvelvollisuuden mukaisesti velvollisia käsittelemään asiakasvaroja niin, ettei niitä voi luvatta käyttää arvopaperinvälittäjän omaan lukuun.

Arvopaperikaupassa kauppahinta siirretään ensin ostaja-asiakkaan pankkitililtä arvopaperinvälittäjän pitämälle asiakasvarojen tilille. Asiakkaan lukuun voidaan tältä tililtä suorittaa vain sen verran maksuja kuin tilille on talletettu asiakkaan varoja. Arvopaperinvälittäjät eivät saa lainata varoja asiakasvarojen tililtä omien maksujensa suorittamiseen. Välittäjät toimivat selvitysosapuolena Suomen Arvopaperikeskus Oy:n selvitysjärjestelmissä. Näiden järjestelmien maksuselvityksessä vahvistetaan kullekin selvitysosapuolelle maksuvelvoitteita ja rahasaamia. Kummassakin selvitysjärjestelmässä maksut voidaan periaatteessa hoitaa Suomen Pankin sekkitilijärjestelmässä. Jos selvitysosapuolena toimivalla arvopaperinvälittäjällä ei kuitenkaan ole suoraa yhteyttä sekkitilijärjestelmään, on välittäjän toimittava yhteistyössä

sellaisen talletuspankin kanssa, jolla tällainen yhteys on. Arvopaperikeskuksen OM-selvityksessä selvitysosapuoli voi suorittaa maksut myös arvopaperikeskuksen pankkitilille tai maksaa velvoitteensa pankkivekselillä. Selvityksen jälkeen välittäjien on huolehdittava siitä, että kauppahinta siirretään myyjäasiakkaiden käyttöön.

Nettoutuksen selvitysjärjestelmän aikataulutus saattaa vaikeuttaa niin sanotun *same day funds* -periaatteen toteutumista. Periaatteen mukaan arvopapereita koskevan maksun on oltava saajan käytössä samana päivänä, jona arvopaperit toimitetaan. Esimerkiksi Suomen Arvopaperikeskus Oy:n OM-järjestelmä alkaa suorittaa maksuja osapuolille kello 13.15. Arvopaperinvälittäjien on kiirehdittävä, jotta asiakkaille suoritettavat maksut ehtivät vielä saman päivän clearingajoon sekkitilijärjestelmässä. Siksi osa arvopaperinvälittäjistä joutuu siirtämään sekeillä tai muilla likvideillä maksuvälineillä selvityksessä tarvittavia katteita pankkien ja arvopaperikeskuksen välillä.

Kun välittäjä toteuttaa asiakkaidensa toimeksiantoja, johtuu ainakin osa välittäjän maksuvelvoitteesta tai saamisesta välittäjän asiakkaiden lukuun tehdyistä kaupoista. Selvitysyhteisön laatimat nettoutuslaskelmat sisältävät siten sekä selvitysosapuolten asiakkaiden toimeksiantojen toteuttamisesta johtuvia maksuja että osapuolen omaan lukuun tehdyistä kaupoista johtuvia maksuja. Kauppakaaren 18 luvun 3 §:stä ilmenevän periaatteen mukaan asiamies ei saa käyttää päämiehensä omaisuutta omaksi hyödykseen. Sijoituspalveluyrityksistä annetun lain 52 § edellyttää nimenomaisesti asiakasvarojen erottamista. Näistä säännöksistä johtuu, ettei asiakkaan varoja voida ilman hänen suostumustaan käyttää vieraan velan maksuun. Asiakasvaroilla ei siten saa rahoittaa välittäjän omia kauppoja.

### 2.3. Kansainvälinen kehitys ja ulkomaiden lainsäädäntö

#### *Kansainväliset suositukset*

Kansainvälinen kiinnostus selvitysjärjestelmien toimintaan on kasvanut 1980-luvun lopulta lähtien huomattavasti. Lisääntyneen huomion taustalla on monia tekijöitä, kuten arvopaperimarkkinoiden voimakas kasvu, maiden rajat ylittävän kaupankäynnin lisääntyminen ja markkinoilla käyttöön otettu uusi

tekniikka. Selvitystoiminnan merkitykseen on kiinnitetty entistä enemmän huomiota myös erilaisten markkinahäiriöiden takia, joista vakavin koettiin lokakuun 1987 New Yorkin pörssiromahduksen jälkeen. Kansainvälisessä kaupankäynnissä esiintyy erityisongelmia, jotka liittyvät esimerkiksi eri maiden selvitysjärjestelmien aikataulutuksiin, ulkomaalaisrajoituksiin ja tiedonkulkuun. Myös eri rahayksiköt ja aikavyöhykkeet aiheuttavat käytännön vaikeuksia. Ongelmia on pyritty ratkomaan raporteissa ja selvityksissä, joita ovat laatineet erilaiset kansainväliset yhteistyöelimet. Tällaisia elimiä ovat muodostaneet sekä viranomaiset että markkinoilla toimivat osapuolet. Yhteistyöjärjestöt ja muut toimielimet ovat valmistelleet suositusluetteloja kansallisten menettelytapojen yhtenäistämiseksi ja kansainvälisen kaupankäynnin turvallisuuden edistämiseksi. Suosituksilla ei kuitenkaan ole pyritty luomaan erityisiä yhtenäisiä sääntöjä kansainvälistä arvopaperikauppaa varten. Tarkoitus on sen sijaan ollut yhdenmukaistaa eri maiden kansallisia järjestelmiä.

Merkittävin suositusluettelo sisältyy vuonna 1989 julkaistuun raporttiin, joka käsittelee selvitysjärjestelmiä maailman arvopaperimarkkinoilla (Clearance and Settlement Systems in the World's Securities Markets). Raportin on laatinut kolmenkymmenen suuren, kansainvälisillä pääomamarkkinoilla toimivan yksityisen rahoituslaitoksen yhteistyöryhmä, Group of Thirty (G-30). Yhteistyöryhmä on jatkuvasti seurannut toimenpidesuosituksen toteutumista eri maissa.

Arvopaperisäilyttäjänsä kansainvälinen yhteistyöjärjestö International Society of Securities Administrators (ISSA) on antanut omat arvopaperien selvitys- ja säilytystoimintaa koskevat suosituksensa vuosina 1988 ja 1990. Myös arvopaperipörssien kansainvälinen järjestö, Fédération Internationale des Bourses de Valeurs (FIBV) on laatinut vuonna 1989 arvopaperikaupan kansainvälisen selvityksen kehittämistä koskevan raportin (Improving International Settlement), joka sisältää suositusehdotuksia. Arvopaperimarkkinoiden valvontaviranomaisten yhteistyöjärjestö International Organization of Securities Commissions (IOSCO) on niin ikään vuonna 1989 antanut suosituksia jäsenilleen maailmanlaajuisen selvitysjärjestelmän kehittämiseksi.

Pohjoismaisen yhteistyön näkökulmasta on selvitystoiminnan kehittämistä selvitetty

Pohjoismaisen Ministerineuvoston raportissa, joka koskee pohjoismaisen pörssitoiminnan yhteistyömahdollisuuksia (Rapport vedrørende børsamarbejde i Norden). Raportti julkaistiin marraskuussa 1991. Pörssitoiminnasta annettujen suositusten lisäksi raportissa esitetään toimenpide-ehdotuksia eri Pohjoismaiden arvopaperikeskusten yhteistyön järjestämiseksi.

Keskuspankkien perustehtävänä on turvata rahoitus- ja maksujärjestelmän vakaa toiminta. Pitkälle teollistuneiden valtioiden (G-10) keskuspankeilla on siksi vahva intressi valvoa selvitys- ja maksuclearingjärjestelmien toimintaa ja laatia suunnitelmia näiden kehittämiseksi. G 10 -maiden keskuspankit ovatkin aktiivisesti pyrkineet saattamaan Group of Thirty -ryhmän (G-30) suosituksia voimaan. Keskuspankkien asiantuntijoista koostuvat työryhmät ovat laatineet useita raportteja Kansainväliselle järjestelypankille (Bank for International Settlements, BIS) selvitysjärjestelmien toiminnasta ja niihin liittyvistä riskeistä. Nettoutusjärjestelmiä on käsitelty erityisesti vuonna 1989 julkaistussa raportissa (Report on Netting Schemes) sekä kansainvälisiä valuuttamaksuja koskevassa raportissa (Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries), joka ilmestyi marraskuussa 1990. Viimeksi mainitussa, niin sanotussa Lamfalussy-raportissa on ehdotettu vähimmäisvaatimuksia eri valuutoissa tapahtuvien kansainvälisten maksujen selvitysjärjestelmille. Lisäksi syyskuussa 1992 ilmestyi selvitys, joka käsittelee toimitusmaksua vastaan -periaatetta arvopaperimarkkinoiden kannalta (Delivery Versus Payment in Securities Settlement Systems). Kaikki mainitut julkaisut sisältävät huomioita ja suosituksia selvitystoiminnan turvallisuuden parantamiseksi.

Taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestö (Organisation for Economic Co-operation and Development, OECD) on laatinut vuonna 1991 julkaistun selvityksen järjestelmäriskeistä arvopaperimarkkinoilla. Selvitys sisältää eri nettoutusjärjestelmien arviointia.

Kansainvälisten järjestöjen ja muiden toimielinten suositukset ovat hyvin samansuuntaisia, ja ne täydentävät toisiaan. Ne eroavat lähinnä tarkastelukulman ja yksityiskohtaisuuden asteen perusteella. Suosituksissa tavoitellaan yleisesti selvitystoiminnan riskienhallinnan parantamista. Monissa suosituksissa pidetään tärkeänä, että arvopaperien kaup-

paselvitys järjestetään selvitysosapuolten välillä toimitus maksua vastaan -periaatteen mukaisesti (engl. *delivery versus payment*). Lisäksi on korostettu, että arvopapereista saatavan maksun on oltava saajan käytössä samana päivänä, jona arvopaperit toimitetaan (engl. *same day funds* -periaate). Riskien vähentämiseksi on suosituksissa painotettu myös, että selvitysosapuolten tekemät kaupat tulisi vahvistaa ja tarkistaa viimeistään kaupantekopäivää seuraavana päivänä. Selvitys-aikaa on haluttu lyhentää kolmeen päivään kaupantekopäivästä. Selvitys tulisi suositusten mukaan järjestää jatkuvasti jokaisena kauppapäivänä. Tehokkuuden lisäämiseksi ja markkinoiden riskien vähentämiseksi suositellaan nettoutusjärjestelmiä, mutta samalla varoitetaan nettoutukseen liittyvistä uusista riskeistä. Erityisesti Kansainvälisen järjestelypankin selvityksissä painotetaan, että nettoutuksen tulee olla oikeudellisesti pätevä ja kaikkia osapuolia sitova, jotta selvitysjärjestelmien luotettavuus voitaisiin säilyttää. Oikeusjärjestysten erot aiheuttavat vaaroja myös nettoutusjärjestelyjen pätevyydelle. Rajat ylittävän kaupankäynnin helpottamiseksi ja kauppaselvityksen tason ylläpitämiseksi esitetään useassa suosituksessa, että arvopapereiden selvitys ja säilytys tulisi järjestää kansallisesti yhteen, oikeudellisesti erilliseen arvopaperikeskukseen. Selvitysjärjestelmien tiukkaan valvontaan on myös kiinnitetty paljon kansainvälistä huomiota.

### *Euroopan unioni*

Euroopan unioni ei ole toistaiseksi antanut arvopaperikaupan selvitystoiminnasta varsinaista jäsenvaltioita velvoittavaa lainsäädäntöä. Unioni on pitkään ollut haluton puuttumaan jäsenvaltioiden yksityisoikeuden perussäätelyyn, jonka harmonisointia selvitystoiminnan sääntely lähes väistämättä edellyttäisi. Tästä huolimatta ovat selvitystoimintaa koskevat kysymykset olleet euroopalaisessa keskustelussa kiinnostuksen kohteina.

Euroopan unionin komission XV pääosaston (*directorate general*) vastuualueeseen kuuluvat sisämarkkina- ja rahoituspalveluasiat sekä osakeyhtiölainsäädäntö. Pääosasto käsittelee myös arvopaperimarkkinoihin liittyviä kysymyksiä. Pääosaston toimeksiannosta on 1980-luvun lopussa laadittu tutkimus, joka koskee rajat ylittävän arvopape-

rikaupan selvitystoimintaa Euroopan yhteisöjen alueella. Tämä Kesslerin raportiksi kutsuttu selvitys julkaistiin keuhällä 1989. Raportin loppupäätelmissä todetaan, että selvitystoimintaa Euroopan yhteisöjen sisällä tulisi parantaa huomattavasti. Päämääränä on raportin mukaan pidettävä sitä, että kaupat keskeisimmillä arvopaperilajeilla ja valuutoilla voidaan selvittää jäsenvaltioiden välillä nopeasti, luotettavasti ja edullisesti. Toimiva kansainvälinen selvitysjärjestelmä voidaan rakentaa vain kansallisten selvitysjärjestelmien varaan. Raportissa suositellaan, että jokaiseen maahan perustettaisiin vain yksi arvopaperi- ja selvityskeskus, jonka tulisi olla riippumaton markkinaosapuolista. Arvopapereiden markkinapaikkaa ylläpitävän yhteisön tavoitteena on lisätä kaupankäyntiä markkinapaikallaan. Kaupankäyntiyhteisöt painottavatkin kaupankäynnin joustavuutta. Arvopaperikeskuksen sitä vastoin tulee korostaa arvopaperiselvityksen turvallisuutta ja tehokkuutta sekä järjestelmien korkeata teknologiaa. Tästä syystä raportissa päädytään suositamaan arvopapereiden kauppapaikan ja arvopaperikeskuksen erottamista erillisiin yhteisöihin. Raportissa annetaan lisäksi toimenpidesuosituksia arvopapereiden kansallisten kauppaselvitysjärjestelmien parantamiseksi. Toimenpidesuositukset ovat pitkälle yhdenmukaisia yllä kuvattujen yhteistyöjärjestöjen ja muiden toimielinten suositusten kanssa. Euroopan yhteisöissä on raportin jälkeen työskennellyt asiantuntijatyöryhmä, joka on laatinut ehdotuksen vakiosopimukseksi kansallisten arvopaperisäilytyksestä huolehtivien yhteisöjen välillä. Ehdotus julkaistiin joulukuussa 1992.

### *Kansainväliset selvityskeskukset*

Selvitystoiminnan järjestämisessä on eri maissa omaksuttu usein hyvin omintakeisia ratkaisuja. Kauppaselvityksen periaatteet kytkeytyvät tiiviisti kansallisiin oikeusjärjestelmiin ja erityisesti yksityisoikeuteen, joka voi historiallisista syistä poiketa huomattavasti jopa samaan oikeuskulttuuriin kuuluvissa maissa. Myös arvopaperimarkkinoiden koko ja etenkin rakenne on muovannut vahvasti selvitysjärjestelmiä. Kooltaan, rakenteeltaan ja oikeudellisilta puitteiltaan kovin erilaisia markkinoita ja selvitysjärjestelmiä ei ole hedelmällistä verrata keskenään. Tästä syystä on seuraavassa tarkastelussa pitäydtyä esittelemään kansainvälisten arvopaperi-



ja selvityskeskusten selvitysjärjestelmiä, joiden kanssa arvopaperikeskuksen on arvo-osuusjärjestelmästä annetun lain 16 §:n nojalla oltava yhteistyössä.

#### Euroclear ja Cedel

Brysselissä sijaitseva Euroclear ja Luxemburgissa toimiva Cedel ovat yksityisiä arvopaperi- ja selvityskeskuksia, jotka palvelevat kansainvälistä arvopaperikauppaa. Keskusten perustaminen tuli ajankohtaiseksi jo 1960-luvun puolivälissä, kun niin sanotut eurobond-markkinat kasvoivat nopeasti. Eurobondit ovat joukkovelkakirjoja, jotka laskeaan liikkeeseen monessa maassa samanaikaisesti. Eurobondien liikkeeseenlaskijoita ovat esimerkiksi konsortiot, jotka muodostetaan useista kansainvälisesti toimivista pankeista. Kansainvälisissä selvityskeskuksissa käsitellään eurobondien lisäksi kansallisten markkinoiden arvopapereita, kuten osakkeita ja vieraan pääoman ehtoisia sitoumuksia.

Euroclear-järjestelmää hallinnoi amerikkalainen Morgan Guaranty Trust Co -pankki. Järjestelmän omistus on jaettu yli sadan luottolaitoksen, pankkiiriliikkeen ja suuren sijoittajan kesken. Järjestelmään sovelletaan Belgian lakia, ja valvonnasta vastaavat sekä Belgian että Yhdysvaltojen viranomaiset. Cedel (Centrale de Livraison de Valeurs Mobilieres) puolestaan on yli sadan rahoitusmarkkinoilla toimivan yhtiön omistama laitos, jonka toiminta perustuu erityislainsäädäntöön. Molempiin järjestelmiin osallistuu useita tuhansia jäseniä, jotka ovat suurimaksi osaksi pankkeja ja sijoituspalveluyrityksiä.

Euroclear ja Cedel tarjoavat selvityspalvelujen lisäksi maksujenvälitys-, säilytys- ja arvopaperien lainauspalveluja. Keskukset eivät kuitenkaan pyri sijoittautumaan suoraan kansallisille markkinoille. Ne eivät yleensä itse toimi arvopaperisäilyttäjinä, vaan arvopaperit pysäytetään kansallisiin säilytysjärjestelmiin. Euroclear ja Cedel ovat luoneet maailmanlaajuisia yhteistyöverkostoja, joihin kuuluu pankkeja ja kansallisia arvopaperikeskuksia. Nämä kansalliset yhteistyökumppanit huolehtivat kansainvälisten keskusten lukuun arvopaperien säilytyksestä. Maksuliikenteen selvittämisessä keskukset käyttävät useita kirjeenvaihtajapankeja. Kauppojen osapuolet maksavat tavallisesti kotimaisille pankeilleen, jotka välittävät maksut kirjeenvaihtajapankeille.

Kansallisiin järjestelmiin pysäytetyt arvopaperit kirjataan Euroclearissä ja Cedelissä automaattisen tietojärjestelmän avulla ylläpidettävään kirjanpitoon. Omistusten siirrot tehdään tässä järjestelmässä olevien asiakastilien välillä. Esimerkiksi Suomen arvo-osuusjärjestelmässä on kansainvälisten arvopaperikeskusten hallinnassa oleville osakearvo-osuuksille avattu arvo-osuustilejä, joilla olevat arvo-osuudet on arvo-osuusjärjestelmästä annetun lain 28 §:n mukaisesti hallintarekisteröity omistajaluetteloihin.

Keskusten selvitysjärjestelmät toimivat kauppakohtaisen selvityksen periaatteen mukaisesti, eikä niissä netoteta toimituksia tai maksuja. Kauppaselvitys toteutetaan tiettyinä aikoina vuorokaudessa, jolloin keskukselle ilmoitetut kaupat ajetaan selvitysohjelmaan. Tällöin selvitetään vain sellaiset kaupat, joissa ostaja on asettanut riittävästi varoja keskuksen käytettäväksi ja myyjällä on tilillään tarvittavat arvopaperit. Lopullinen toimitus tapahtuu siten maksua vastaan, mutta keskukset eivät itse ota vastuuta sen paremmin toimituksesta kuin maksustakaan. Häiriötilanteessa saattaisi siksi jäädä suuri määrä kauppia täyttämättä. Keskukset ovatkin pyrkineet varmistamaan mahdollisimman monen kaupan selvityksen erilaisilla rahoitussopimuksilla ja arvopaperien lainaussopimuksilla.

Vuonna 1996 Euroclearin järjestelmässä selvitettyjen luovutusten yhteinen arvo oli noin 34 600 miljardia dollaria. Osapuolten lukuun säilytettyjen arvopaperien arvo oli puolestaan noin 2 116 miljardia dollaria. Yhteisön järjestelmässä lainattiin arvopapereita päivittäin yli kuuden miljardin dollarin arvosta.

#### 2.4. Nykytilan arviointi

##### *Selvitystoimintaa koskevan yhtenäisen lainsäädännön puute arvopaperimarkkinoilla*

Arvopaperimarkkinoiden rakenteesta on viime vuosina saatettu suuria osia sääntelyn ja aikaisempaa tiukemman valvonnan piiriin. Arvopaperien vaihdantaa, yleiseen liikkeeseen laskemista ja julkista kaupankäyntiä säännellään arvopaperimarkkinalaissa. Arvopaperinvälittäjien velvollisuuksista sekä välittäjän ja asiakkaan välisestä oikeussuhteesta puolestaan säädetään arvopaperimarkkinalain 4 luvun lisäksi sijoituspalveluyrityksistä an-

netussa laissa. Osake- ja rahamarkkinoiden selvitystoiminta on käytännössä eriytynyt näistä osa-alueista erilliseksi kokonaisuudekseen. Se muodostaa arvopaperimarkkinoiden osapuolten välisten oikeussuhteiden kannalta keskeisen toiminnon. Lain tasolla ei selvitystoimintaa kuitenkaan vielä ole tunnustettu markkinoiden muun rakenteen veroiseksi. Yhtenäisen lainsäädännön puutteesta on seurannut se, että selvitystoimintaa harjoittavia yhteisöjä koskevat vain arvopaperikeskukselle asetetut vaatimukset. Selvitystoiminnan harjoittamiseen ei tällä hetkellä vaadita toimilupaa, eikä selvitystoimintaa koskevien sääntöjen käyttöönotto välttämättä edellytä viranomaistutkintaa. Markkinoiden kehittyessä saattavat siten uudet toimintamuodot jäädä kokonaan julkisen valvonnan ulottumattomiin.

Arvopaperimarkkinoiden sääntelyn lähtökohta alun perin on ollut osakemarkkinoiden ja piensijoittajan näkökulma. Velkakirjamarkkinat ovat saaneet osakseen vähemmän huomiota arvopaperimarkkinoita ja arvo-osuusjärjestelmää koskevassa lainsäädännössä. Erot eri markkinoilla omaksutuissa selvitysratkaisuissa eivät siten johdu pelkästään markkinoiden rakenteellisista eroavuuksista. Kun yhtenäinen ohjaava lainsäädäntö on puuttunut, ovat selvitysjärjestelmät osake- ja velkakirjamarkkinoilla kehittyneet eri suuntiin. Selvitystoiminnan luonteen vuoksi saattaa toimintaan kuitenkin sisältyä kaikilla osamarkkinoilla riskejä. Arvopaperimarkkinoiden toiminnan kannalta voidaan pitää epätydyttävänä, että vain vakioitujen johdannaissovimusten selvitystä on säännely riittävän tarkasti laintasoisilla normeilla. Selvitystoiminnalta edellytettävän luotettavuuden vuoksi on perusteltua ulottaa laintasoinen sääntely kaikille arvopaperimarkkinoiden lohkoille. Lainsäädännössä on kuitenkin otettava huomioon eri osamarkkinoiden erityispiirteet.

Arvopaperin sisältö ja hallinta ovat vaihdannan kannalta ratkaisevia oikeustoisuuksia arvo-osuusjärjestelmässä. Automaattiseen tietojenkäsittelyyn perustuvassa kirjaamisjärjestelmässä nämä seikat korvataan atk-tiedostoilla. Arvo-osuusjärjestelmässä kirjausten oikeellisuus edellyttää välttämättä, että arvo-osuuksien luovutukset on selvitetty oikein ja asianmukaisesti. Arvo-osuusjärjestelmän toiminta käynnistettiin Suomessa keväällä 1992. Jo tätä ennen olivat sekä viranomaiset että markkinaosapuol-

let kiirehtineet selvitystoiminnan laintasoista sääntelyä. Järjestelmän käynnistäminen ei poistanut selkeiden ja yhtenäisten sääntöjen tarvetta. Selvitystoimintaa koskevaa lainsäädäntöhanketta on siten edelleen pidettävä tärkeänä ja kiireellisenä etenkin arvo-osuusjärjestelmän kannalta.

#### *Itsesääntelyihin perustuvien järjestelyjen sitovuus*

Riskienhallinnalla on keskeinen merkitys selvitysjärjestelmän luotettavuuden kannalta. Ratkaisevia tekijöitä ovat valitun järjestelmän tekniset ja oikeudelliset ominaisuudet, jotka liittyvät tietojärjestelmään, sääntöihin, vakuushallintaan ja toiminnan jatkumisen turvaamiseen. Selvitysjärjestelmän luotettavuuden perusta luodaan ensisijaisesti itsesääntelyssä. Itsesääntelyllä ei kuitenkaan voida vastata kaikkiin selvitysjärjestelmissä ilmeneviin ongelmiin. Tämä koskee etenkin tilannetta, jossa itsesääntelyssä olisi määrätävä siihen sitoutumattoman henkilön asemasta. Selvitystoimintaa koskevan lainsäädännön puute aiheuttaa epävarmuustekijöitä, jotka on otettava huomioon arvopaperimarkkinoiden oikeussuhteiden arvioinnissa. Epävarmuus puolestaan voi vaikeuttaa ja vahingoittaa markkinoiden toimintaa.

#### *Luovutusedellytysten varmistaminen ja arvopaperien lainaustoiminta*

#### Kauppojen toteuttamisedellytykset

Suomen Arvopaperikeskus Oy:n OM-järjestelmässä joudutaan suorituspäivää siirtämään jatkuvasti noin seitsemässä prosentissa kauppatapahtumista. Pääosa siirroista liittyy ulkomaisten sijoittajien omistamalla arvo-osuuksilla tehtyihin kauppoihin. Kun nämä kaupat ovat kooltaan yleensä suhteellisen suuria, koskee suorituspäivän siirtomenettely luultavasti huomattavasti suurempaa osaa selvitystapahtumien arvosta kuin niiden määrästä.

Suorituspäivän siirrot johtuvat lähinnä siitä, ettei ulkomaisten sijoittajien omistamien arvo-osuuksien luovutusedellytyksiä voida usein todeta riittävän ajoissa. Sijoittajien arvo-osuuksista huolehtivat yleensä suomalaiset säilyttäjäpankit ja sijoittajien puolesta tehtävistä kaupoista suomalaiset arvopaperinvälittäjät. Kauppojen toteuttamiseksi on ulkomaisen sijoittajan annettava ohjeet ja

valtuutukset sekä säilyttäjäpankille että arvopaperinvälittäjälle. Tiedonkulku tässä kolmikantasuhteessa on altis viivästyksille.

Arvo-osuuksia koskeva kauppa voidaan tehdä Helsingin Arvopaperipörssissä tai ulkomaisella markkinapaikalla. Selvitystä varten arvo-osuudet siirretään säilyttäjäpankin arvo-osuustililtä sijoittajan käyttämän välittäjän tilille. Välittäjän on maksettava arvo-osuudet säilytyspankille, joka noudattaa ulkomaisen sijoittajan edellyttämää toimitusmaksua vastaan -periaatetta. Jollei välittäjä itse saa välittömästi suoritusta selvitysjärjestelmästä, joutuu välittäjä siten rahoittamaan kaupan selvityksen ajaksi.

OM-järjestelmä pystyy käsittelemään kauppaketjuja, jos kaikki kauppatapahtumat on syötetty selvitettäväksi järjestelmään. Jos joku ketjuun kuuluvista tapahtumista kuitenkin kirjataan OM-järjestelmän ulkopuolella, siirtyvät ketjun muut tapahtumat odottamaan tämän tapahtuman vahvistumista. Välittäjä joutuu rahoittamaan kaupan siirron ajaksi ja suorittamaan mahdolliset viivästyssakot.

Ulkomaisia sijoittajia koskeneiden omistusrajoitusten purkamisen jälkeen suomalaiset arvopaperinvälittäjät ovat kilpailleet tiukasti uusista asiakkaista. Välittäjät ovat kilpailun takia joutuneet hyväksymään suorituspäivän siirroista aiheutuvat seuraamukset. Tämä on tapahtunut niiden liiketoiminnan kannattavuuden kustannuksella. Suorituspäivän siirrot vaikeuttavat arvopaperinvälittäjille arvopaperimarkkinain 4 luvussa asetettujen huolellisuusveloitteiden tinkimätöntä noudattamista.

### Tyhjät kauppaketjut

Arvopaperinvälittäjät eivät useinkaan voi etukäteen varmistua siitä, että ulkomainen sijoittaja omistaa myyntitoimeksiannon kohteena olevat arvopaperit. Välittäjien on tyydyttävä luottamaan sijoittajan omaan ilmoitukseen. Tämä voi aiheuttaa viivästyksiä pitkien kauppaketjujen selvityksessä. Vaikeita tilanteita saattavat aiheuttaa niin sanotut tyhjät ketjut, joita on esiintynyt etenkin fyysisinä asiakirjoina liikkeessä olevien arvopaperien selvityksessä. Tyhjä ketju syntyy esimerkiksi silloin, kun joku osapuolista myy arvopapereita tahallaan tai tahattomasti yli. Ylimyynnissä (engl. *short selling*, ruots. *blankning*) arvopaperinvälittäjä tekee kaupan arvopapereista, joita hän ei kaupantekohetkellä vielä omista ja joihin hänellä ei muu-

tenkaan ole määräysvaltaa. Tällaisella kaupalla välittäjä saattaa esimerkiksi pyrkiä hyötymään nopeista hintamuutoksista. Osapuolen kauppakumppani puolestaan voi nopeassa kaupankäynnissä tehdä uuden kaupan, ja näin syntyvä ketju voi pidentyä moiseen osapuoleen. Ylimyynyt osapuoli saattaa pyrkiä täyttämään velvoitteensa ostamalla alkuperäistä kauppaa vastaavan määrän samoja arvopapereita. Tällöin saattaa ketjun viimeinen osapuoli puolestaan joutua tekemisiin ylimyynneen osapuolen kanssa. Ketju sulkeutuu, ja periaatteessa arvopaperitoimituksen pitäisi siirtyä ensimmäiseltä osapuolelta ketjun läpi takaisin tälle osapuolelle. Kun osapuoli kuitenkin odottaa toimitusta tyhjästä ketjusta, pysähtyy jokaisen ketjussa olevan luovutuksen selvitys.

Arvopaperimarkkinoiden kaikkien osapuolien turvallisuus edellyttää, että selvitysosapuolet varmistavat ajoissa toimitusten ja maksujen edellytykset. Tämä koskee sekä osapuolten omaan lukuunsa tekemiä kauppvoja että osapuolten asiakkaiden kauppvoja. Selvitysjärjestelmässä käytetäänkin yleensä keinoja, joilla selvitykseen osallistuvat tahot ohjataan riittävän ajoissa varmistamaan asiakkaiden toimitus- ja maksukyky.

### Arvopaperien lainaustoiminta

Jotta selvitysyhteisöt voisivat mahdollisimman tehokkaasti huolehtia tai ottaa vastuun arvopaperien ja arvo-osuuksien toimituksista, tulisi yhteisöille antaa mahdollisuus luoda varajärjestelmiä tarvittavien toimitusten varmistamiseksi. Tämän vuoksi ulkomaiset selvityskeskukset tarjoavat usein osapuolille niin sanottuja arvopaperien lainauspalveluja (engl. *securities lending*, ruots. *värdepapperslån*).

Arvopaperien lainausta käytetään yleisesti kansainvälisillä markkinoilla. Lainaustoimintaan voidaan lukea ainakin kahdenlaisia sopimuksia: lainaus- ja takaisinostosopimukset. Lainausopimuksessa arvopaperien omistaja luovuttaa tilapäisesti ja korvausta vastaan arvopapereitaan lainan tarvitsijalle. Lainausaaja saa rajoittamattoman omistusoikeuden arvopapereihin, mutta hän sitoutuu palauttamaan täysin samanlaiset arvopaperit lainanantajalle laina-ajan päätyttyä. Tämän velvoitteen vakuudeksi lainaksiottaja panttaa yleensä muuta omaisuuttaan. Lisäksi sovietaan, että lainaksiottaja korvaa lainanantajalle arvopaperien tuoton. Saaja voi käyttää

arvopapereihin liittyviä hallinnoimisoikeuksia ja luovuttaa arvopaperit edelleen. Tällä tavalla lainanottaja voi esimerkiksi täyttää velvoitteensa jossain muussa sopimussuhteessaan. Lainanottaja joutuu tietenkin hankkimaan täysin vastaavat arvopaperit muualta hankintahetkellä vallitsevaan markkinahintaan. Jos lainansaaja siis luovuttaa arvopaperit laina-aikana edelleen, joutuu hän ottamaan riskin kurssimuutoksista. Muuten hintariskin kantaa lainanantaja, koska saajalla on oikeus ja velvollisuus palauttaa arvopaperit takaisin antajalle. Lainaussopimus voi olla joko määräaikainen tai toistaiseksi voimassa. Lainanantajien vaikuttimet liittyvät luonnollisesti sopimuksista koituvaan taloudelliseen hyötyyn. Lainaus voi lisätä arvopapereihin sitoutuneen pääoman tuottoa.

Vastaavatyypinen järjestely on arvopaperien takaisinosto- eli repo-sopimus (engl. *repurchase agreement*). Siinä omistaja (lainanantaja) myy arvopapereitaan siten, että hän sitoutuu ostamaan vastaavat arvopaperit takaisin määräjän kuluttua. Samalla arvopapereille määrätään kiinteä takaisinostohinta. Järjestelyn tarkoituksena on vapauttaa väliaikaisesti myyjän käyttöön pääoma, joka on sidottu arvopapereihin. Takaisinostojärjestelyssä toteutetaan oikeastaan kaksi pätevää arvopaperikauppaa, koska myyjän on saatava arvopapereista käypä kauppahinta. Tämän hinnan ja takaisinostosopimuksessa sovittavan korkeamman palautushinnan ero on korvaus ostajalle siitä, että hän suostuu järjestelyyn. Toisin kuin lainaussopimuksessa, takaisinostosopimuksessa korvauksen saa siten se osapuoli, joka ottaa arvopaperit väliaikaisesti haltuunsa. Repo-järjestely voidaan kuitenkin toteuttaa myös käänteisesti takaisinmyyntisopimuksella (engl. *reverse repo*), jossa aloitteen tekee arvopaperit väliaikaisesti ostava sijoittaja. Tämä joutuu myös suorittamaan myyjälle korvauksen, joka maksetaan osto- ja takaisinmyyntihintojen erona. Takaisinmyyntisopimus vastaa siten suureksi osaksi lainaussopimusta. Repo-järjestelyä voidaan käyttää lyhytaikaisen rahoitustarpeen tyydyttämiseen. Sopimuksen voimassaoloaikana arvopaperit omistaa ostaja samalla tavalla kuin lainaussopimuksessa lainansaaja.

Oikeudellisesti lainaus- ja takaisinostosopimusta voidaan pitää luovutusosikeustoimena, johon liittyy luovutuksensaajan velvollisuus tai oikeus tehdä luovuttajalle samanlainen arvopaperitoimitus. Toimituksen on määrälleen ja ominaisuuksiltaan vastattava täsmäl-

leen alkuperäistä luovutusta. Palautusvelvollisuus ei kuitenkaan ole esinekohtainen, joten velvollisuudella on vain velvoiteoikeudellinen vaikutus. Luovutusosikeustoimi ja palautusvelvollisuus ovat erillisiä oikeustoimia. Lainaus- ja takaisinostojärjestelyä ei siten voida pitää purkavaehtoisena kauppana. Kyse ei myöskään perinteisessä mielessä ole lainasta. Kauppakaaren 11 luvussa lainalla tarkoitetaan nimittäin vastikkeetonta oikeustoimintaa, jossa lainansaajalla on oikeus käyttää lainaesinettä hyväkseen, muttei luovuttaa sitä edelleen. Pikemminkin arvopapereiden lainaamista on verrattava tavaravelkaan, jossa velallinen saa luottoa tietyn suuruisen tavaramääränä. Tällaisessa velkasuhteessa velallisen on eräpäivänä maksettava velkojalle takaisin saman verran samaa lajia olevaa tavaraa. Kauppakaaren 9 luku, joka kumottiin velkakirjalain säätämisen yhteydessä, sisälsi nimenomaisia säännöksiä irtainten lajiesineiden velaksiannosta. Oikeuskirjallisuuden mukaan velkakirjalakia voidaan kuitenkin soveltaa myös tavaravelkaan. Takaisinostosopimus puolestaan vastaa monessa suhteessa luottosopimusta, jonka vakuudeksi myyjä siirtää arvopapereitaan ostajan omistukseen. Luotonantaja saa tällöin tavallisesta panttauksesta poikkeavan oikeuden luovuttaa vakuuskohde edelleen. Takaisinostosopimus sisältää kaksi pätevää, vastakkaissuuntaista arvopaperikauppaa, jotka on sidottu toisiinsa erityisellä sopimusjärjestelyllä. Rahoitustarkastuksen luottolaitoksille ja sijoituspalveluyrityksille antamissa tilinpäätösmääräyksissä (rahoitustarkastuksen määräykset 106.1 ja 203.13, voimassa 1.1.1997 lukien) repo-sopimukset tulkitaan luotonannoksi. Jos valvottava yhteisö on esimerkiksi ostanut arvopapereita sitovin takaisinmyyntivelvollisuuksin, ei arvopapereita merkitä määräysten mukaan tilinpäätöksessä yhteisön varoiksi. Sen sijaan yhteisön maksama ostohinta kirjataan taseeseen saamiseksi.

Arvopaperien lainaus- ja takaisinostosopimusten teko vaikeutuu huomattavasti, jos liikkeessä olevat samanlaiset arvopaperit eroavat toisistaan. Arvo-osuusjärjestelmässä nämä vaikeudet vältetään, koska samanlaisia arvo-osuuksia ei numeroida tai erotella muutenkaan. Arvo-osuudet ovat lajiesineitä, ja siksi arvo-osuusjärjestelmä tarjoaa mahdollisuuden lainaustoiminnan kehittämiseksi.

Järjestetty lainaustoiminta helpottaa sellaisten tahojen asemaa, jotka ovat tavalla tai

toisella sitoutuneet kaupankäyntiin ja arvopaperien toimituksiin. Siksi kansainvälisesti etenkin selvityskeskukset ja markkinatakaajat toimivat aktiivisesti arvopaperien lainamarkkinoilla. Selvitys- ja markkinatakaustoiminta sitovat vähemmän pääomia ja aiheuttavat pienempiä riskejä, jos toiminnan harjoittajilla on mahdollisuus turvautua lainaus- ja takaisinostosopimukseen. Lainaustoiminta on siten keskeinen osa näiden tahojen ja koko markkinoiden riskienhallintaa. Usein arvopapereita tarjoo lainattavaksi sijoittajien muodostama ryhmä. Ryhmä tekee arvopaperikeskuksen kanssa sopimuksen siitä, että keskus voi tarvittaessa välittää sijoittajien omistamia arvopapereita lainaksi. Keskus puolestaan huolehtii siitä, että lainansaaja toimittaa riittävät vakuudet lainanantajien turvaamiseksi.

Lainanottaja saattaa lainaus- tai takaisinostosopimuksella pyrkiä välttämään uhkaavan toimitushäiriön, joka voi johtua arvopaperien tietoisesta ylimyynnistä. Silloin, kun markkinat tarjoavat todellisen mahdollisuuden lainata arvopapereita, vähenevät myös ylimyynnistä johtuvat riskit. Kun arvopaperikauppoja voidaan lainaustoiminnan turvin tehdä enemmän, tehostuu hinnanmuodostus markkinoilla. Toisaalta markkinaosapuolet voivat tehokkaammin hyötyä näkemyksestään, kun ylimyynti ei johda osapuolia välittömästi vaikeuksiin.

Lainaus- ja takaisinostosopimukset voidaan vakioida niin, että niistä tulee markkinoilla kaupattavia tuotteita, sijoituskohteita. Tällaisille sopimuksille voidaan ylläpitää markkinoita, joilla lainanantajat ja -ottajat kohtaavat toisensa. Kun markkinoiden ylläpitämisestä vastaa yksi taho, tehostuu toiminta huomattavasti. Usein selvityskeskukset välittävätkin arvopaperilainoja ja reposopimuksia tai sitoutuvat itse lainaussopimuksen toiseksi osapuoleksi. Markkinoilla ei tällä hetkellä ole vakiintunut riittävän yhdenmukaisia lainaus- tai takaisinostosopimuksia. SOM Oy:n säännöissä on kuitenkin määritelty arvopaperilainaussopimus vakioiduksi johdannaissopimukseksi, jolla voidaan käydä kauppaa yhtiön ylläpitämällä markkinapaikalla.

Arvopaperinvälittäjiä koski Ruotsissa vuoteen 1991 saakka nimenomainen ylimyynnin kieltö. Kielto kumottiin kuitenkin rahoitusvälineiden kaupasta annetussa laissa (lag om handel med finansiella instrument 1991:980). Kiellon sijaan lakiin sisällytettiin

vaatimus, jonka mukaan sopimus oikeudesta luovuttaa sijoittajalle kuuluvia arvopapereita on tehtävä kirjallisesti. Arvopaperien ylimyynti sallittiin Ruotsin rahoitustarkastuksen valvonnassa oleville yhteisöille. Myös lainauksen verokohtelu muutettiin neutraaliksi lainaustoiminnan sallimisen yhteydessä.

Sopimusvapauden periaatteen mukaisesti ei Suomen oikeus välittömästi estä arvopaperien lainaussopimusten tekemistä. Esimerkiksi reposopimusten rinnastaminen vakuudelliseen luotonantoon saattaa kuitenkin aiheuttaa osapuolille leimaveroseuraamuksia silloin, kun sopimuksen toinen osapuoli on luottolaitos. Lainaustoiminta hyödyttää selvitysyhteisöjen, markkinatakaajien ja arvopaperinvälittäjien toimintaa. Kun valtion viitelainojen markkinat toimivat markkinatakausten varassa, lisäksi lainaus- ja takaisinostosopimusten teko vaihdantaa joukkovelkakirjamarkkinoilla. Kun arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimusten käyttämistä ei ole leimaverolain 47 b §:ää lukuunottamatta toistaiseksi verotuksessa erityisesti kannustettu, näyttää siltä, että arvopaperilainausmarkkinat kehittyvät liian hitaasti. Lainausmarkkinat ovat jopa osaksi siirtyneet ulkomaisille markkinapaikoille.

#### *Kansainvälisen kilpailun vaikutus*

Arvopaperimarkkinoiden kansainvälistyminen ja kansainvälinen kilpailu luovat paineita kaikille suomalaisille arvopaperikäsittelyn toiminnolle. Euroopan talousaluetta koskevan sopimuksen kautta on Suomen arvopaperimarkkinoiden lainsäädäntöön sisällytetty useita Euroopan yhteisöissä annettuja direktiivejä. Niillä on tähdätty pääomanliikkeiden vapauden toteuttamiseen ja sisämarkkinoiden vahvistamiseen. Esimerkiksi jo vuonna 1979 annetulla niin sanotulla listalleottodirektiivillä (79/279/ETY) on pyritty helpottamaan jäsenvaltioissa liikkeeseen laskettujen arvopaperien ottamista pörssilistalle toisissa jäsenvaltioissa. Direktiivi on saatettu Suomesa voimaan arvopaperimarkkinain lain muutoksella (740/1993). Pääomanliikkeiden vapauttaminen ja sisämarkkinat merkitsevät kiristävää kilpailua eri maissa sijaitsevien markkinapaikkojen välillä. Taloudellisiin solmu-kohtiin pyritään Euroopassa rakentamaan vahvoja finanssikeskuksia, jotka hallitsevat niitä ympäröiviä talousalueita. Suomen arvopaperimarkkinoiden kaltaiset pienet ja syrjäiset markkinat uhkaavat jäädä tämän kehityk-



sen ulkopuolelle. Kaupankäynti suomalaisilla arvopapereilla saattaa siirtyä ulkomaiselle markkinapaikalle, jollei arvopaperikauppaa Suomessa järjestetä riittävän kustannustehokkaasti. Vastaava kansainvälinen kilpailu koskee luonnollisesti myös selvitystoimintaa. Jollei kauppaselvitys Suomessa täytä vakauden ja kustannustehokkuuden vaatimuksia, on vaarana, että merkittävä osa toiminnoista kaupankäynnin ohella siirtyy ulkomaille.

### *Julkisen vallan vastuun vähentäminen ja selkeyttäminen*

1990-luvun alkupuolta on leimannut vaikea pankkijärjestelmän kriisi. Sen aiheuttivat ennen muuta pankkien ja niiden asiakkaiden liiallinen riskinotto ja kyvyttömyys hallita riskejä muuttuneessa toimintaympäristössä. Tämä yhdessä finanssi- ja rahapolitiikan puutteiden, syvän kansantalouden laman sekä riittämättömän pankkivalvonnan kanssa johtivat pankkijärjestelmässä raskaisiin tapioihin. Tappiot uhkasivat pienentää pankkien omia pääomia niin, että syntyi vaara ulkomaisen rahoituksen tyrehtymisestä. Kansainvälisten lainasopimusten mukaan voivat luotonantajat säännönmukaisesti irtisanoa luotot, jos velallista koskevat tunnusluvut putoavat alle sovittujen rajojen. Yksi tällainen tunnusluku on vakavaraisuus, joka laskeaan pankin omien varojen ja painotettujen riskien osamäärästä. Kansainväliset sijoittajat tarkastelevat kansallisia markkinoita ja jopa Pohjoismaiden kaltaisia maaryhmiä yhtenä kokonaisuutena. Sijoittajat reagoivat herkästi tällaisessa kokonaisuudessa esiintyviin markkinahäiriöihin. Pankkien saaman kansainvälisen rahoituksen lakkaaminen puolestaan aiheuttaisi talletuspaon kotimaassa. Tästä syystä koko Suomen pankkijärjestelmä saattaa joutua uhatuksi, vaikka lainojen irtisanominen koskisi vain yhtä luottolaitosta. Tämä vaihtoehto on kansantalouden kannalta kestämätön. Siksi valtio on vuodesta 1992 joutunut tukemaan pankkijärjestelmää useilla kymmenillä miljardeilla markoilla.

Valtiovallan etujen mukaista on pyrkiä huolehtimaan rahoitusmarkkinoiden toimintaedellytyksistä mahdollisimman hyvin. Rahoitusmarkkinoiden rakennetta on kehitettävä niin, ettei pankkikriisin kaltainen tilanne enää pääsisi syntyämään markkinoiden millään osa-alueella. Tämä koskee myös selvitystoimintaa, jossa esiintyvät häiriöt saattavat aiheuttaa vakavia ongelmia arvopaperi-

markkinoilla. New Yorkin pörssiromahdukseen lokakuussa 1987 liittyneet tapahtumat osoittavat, että selvitysyhteisön toiminnan vaarantuminen saattaa johtaa koko rahoitusmarkkinoita uhkaavaan kriisitilanteeseen, jossa valtiovalta joutuu ottamaan vastuuta selvitysjärjestelmästä. Tällaisten tilanteiden välttämiseksi tulee järjestelmän riskienhallinnan olla riittävän luotettavasti järjestetty. Toisaalta selvitysyhteisön maksukyvyn turvaaminen etukäteisjärjestelyillä lisää toiminnan uskottavuutta. Uskottavuutta vahvistavia toimenpiteitä vaaditaan varsinkin silloin, kun yhteisön toiminta perustuu toimitus- tai maksutakuun antamiseen. Osapuolten sitoutumisen lisäksi saatetaan joissakin selvitysjärjestelmissä julkista valtaa tarvita lopulliseksi varmistajaksi (engl. *lender of last resort*). Kun sitoutuminen annetaan etukäteen, voidaan vastuunjako häiriötilanteissa määrätä riittävän tarkasti. Sitä vastoin ilman etukäteisiä järjestelyjä voi tilanne riistäytyä hallitsemattomaksi ja vaatia ennakoimattoman suuria uhrauksia.

Rahamarkkinoilla käytävän kaupan arvo on moninkertainen osakemarkkinakauppaan verrattuna, vaikka selvitettäviä luovutuksia onkin vähemmän. Tästä syystä selvitystoiminnan turvaaminen erityisesti vieraan pääoman tukkumarkkinoilla on kansantaloudelliselta kannalta huomattavan tärkeää.

Julkinen valta on välillisesti ja välittömästi joutunut sitoutumaan vieraan pääoman ehtoisten arvo-osuuksien selvitysjärjestelmän toiminnan turvaamiseen. Eduskunta edellytti helmikuussa 1993 antamassaan lausumassa valtion takaavan, että suomalaiset pankit pystyvät hoitamaan sitoumuksensa ajallaan kaikissa olosuhteissa. Tämän varmistamiseksi eduskunta sitoutui myöntämään tarpeen vaatiessa riittävät määrärahat ja valtuudet hallituksen käyttöön. Lausuma sisältyi vastaukseen, jonka eduskunta antoi hallituksen esitykseen laeiksi valtion vakuusrahastosta annetun lain ja talletuspankkien toiminnasta annetun lain 55 §:n muuttamisesta (HE 379/1992 vp.). Takaamalla pankkijärjestelmän toiminnan on valtiovalta siten käytännössä sitoutunut vastaamaan myös suurimmasta osasta interbank-markkinoiden selvitystoimintaa. Hallitus pyrkii kuitenkin purkamaan pankkien tukijärjestelmän niin pian kuin olosuhteet purkamisen sallivat.

Suomen Arvopaperikeskus Oy:n maksukyvyn varmistamiseksi on yhtiöllä mahdollisuus saada tarvittaessa Suomen Pankilta

maksuvalmiusluottoa. Suomen Pankki ja valtiokonttori toimivat lisäksi yhtiön tietotekniiksessä ympäristössä arvo-osuusrekisterinpitäjinä.

### 3. Esityksen tavoitteet ja keskeiset ehdotukset

#### 3.1. Tavoitteet

Kun selvitystoiminta pyritään järjestämään arvopaperimarkkinoilla mahdollisimman tehokkaasti, turvallisesti ja luotettavasti, eriytyy toiminnan harjoittaminen käytännössä markkinoiden muista toiminnoista. Sekä kotimaiset että kansainväliset tekijät edellyttävät selvitystoiminnan laintasoista ja kattavaa sääntelyä.

Ehdotettavalla sääntelyllä pyritään ensinnäkin tehostamaan ja parantamaan arvopaperimarkkinoiden toimintaa. Päämääränä on pidettävä arvopaperimarkkinoiden toimintaedellytysten turvaamista ja parantamista jatkuvasti muuttuvassa ja kansainvälistyvässä toimintaympäristössä. Tavoitteet voidaan toteuttaa edistämällä markkinaosapuolten edellytyksiä järjestää selvitystoiminta markkinoihin ja erityisesti arvo-osuusjärjestelmään parhaiten sopivalla tavalla. Myös arvopaperien lainaustoiminnan järjestämisen mahdollisuuksia pyritään parantamaan.

Lisääntyvät kansainväliset yhteydet vaativat entistä keskitetympää ja selväpiirteisempää kauppaselvitysjärjestelmää. Suomen rahoitusmarkkinoiden kehityksen kannalta on esimerkiksi valtion lainanottotarpeiden vuoksi yhä tärkeämpää, millaisiksi kansainväliset sijoittajat ne kokevat. Pääomanliikkeet on vapautettu, eikä ulkomaista omistusta enää rajoiteta. Tällaisessa tilanteessa menestyvät vain sellaiset pienet kansalliset arvopaperimarkkinat, joilla kaupat tehdään ja selvitetään nopeasti, luotettavasti ja tehokkaasti. Kansainväliset sijoittajat kiinnittävät huomiota erityisesti siihen, millä tavoin kansalliset selvitysjärjestelmät toteuttavat yhteisesti hyväksytyjä suosituksia. Ulkomaiset sijoittajat edellyttävät käyttämiltään säilytysyhteisöiltä ja arvopaperinvälittäjiltä, että nämä toteuttavat toimeksiannot kansainvälisten suositusten, kuten toimitus maksua vastaan periaatteen mukaisesti. Siksi suositukset pyritään mahdollisuuksien mukaan ottamaan huomioon jo ehdotettavassa lainsäädännössä. Sijoittajia kiinnostaa luonnollisesti myös se, millaisia riskejä selvitysjärjestelmään katso-

taan sisältyvän. Arvopaperiluovutusten selvitystä on pyrittävä yksinkertaistamaan tinkimättä kuitenkaan turvallisuudesta. Arvopaperikauppojen selvitystä koskevalla lainsäädännöllä pyritään luomaan riittävä säädöspohja kansainväliset vaatimukset täyttävälle selvitystoiminnalle.

Arvopaperimarkkinoita koskevan sääntelyn tulee mukautua tarkoituksenmukaisesti markkinoiden kotimaiseen ja kansainväliseen kehitykseen. Liian tiukoilla rajauksilla on taipumus estää uusien sijoituskohteiden ja kaupankäyntimuotojen käyttöönottoa. Hyvin supeasti sovellettavat säännökset saattavat lisäksi jättää keskeisiä osia markkinoista kokonaan valvonnan ulkopuolelle. Näin rajaukset voivat tyhjentää lain sisältöä. Selvitystoimintaa koskevan lainsäädännön tulee siten jättää tilaa arvopaperikaupan uusille muodoille ja markkinoiden uusille tuotteille. Toisaalta lain säännösten on oltava riittävän tarkkarajaisia, koska niiden perusteella määräytyvät osapuolten velvollisuudet. Viime kädessä soveltamisalan rajaukset määräävät myös rangaistusvastuun. Jotta nämä vaatimukset voitaisiin täyttää, muotoillaan selvitystoimintaa koskeva laintasoinen normisto yleiseksi. Sitä on tarkoitus täydentää ja tämentää viranomaismääräyksillä ja itsesääntelynormeilla.

Arvopaperimarkkinoiden sääntelyltä edellytetään suurempaa joustavuutta kuin elinkeinolainsäädännöltä yleensä. Rahoitusmarkkinoita koskevat lait on tavan mukaan säädetty vain puitenormistoiksi, joita alemmanasteiset viralliset normit ja itsesääntely täydentävät. Joustavuusvaatimus on siksi merkinnyt myös sitä, että viranomaisille on lainsäädännössä myönnetty huomattavia valtuuksia. Viranomaiset vahvistavat markkinoilla omaksuttuja käytäntöjä, valvovat markkinaosapuolia ja voivat puuttua yleisen edun vastaiseen toimintaan. Näitä valtuuksia käyttäessään viranomaisten on tietenkin noudatettava yleisiä hallinto-oikeudellisia periaatteita ja toteutettava lainsäätäjän asettamia tavoitteita. Laajoja puuttumisvaltuuksia on käytännössä kuitenkin käytetty hyvin vähän. Valtuutussäännösten merkitys perustuukin lähinnä niiden ennakoitavuuteen vaikutukseen. Merkittävimmiten säännöksiksi arvopaperimarkkinoilla ovat tulleet itsesääntelyn viranomaisvahvistusta koskevat normit esimerkiksi arvopaperimarkkinalaissa ja optikauppalaissa. Itsesääntely laaditaan markkinoilla, mutta se on yleensä vahvistettava

viranomaisessa. Tällä tavalla sääntelyssä pyritään ottamaan tasapainoisesti huomioon sekä julkisen vallan että markkinoiden tarpeet. Omaksuttu lähestymistapa voidaan hyväksyä myös selvitystoiminnan sääntelyssä.

Sääntelyn toinen perustavoite on markkinoiden riskien vähentäminen. Kansallisten arvopaperimarkkinoiden on pystyttävä lakkaamatta säilyttämään markkinoille osallistuvien tahojen ja yleisön luottamus. Selvitystoimintaan liittyy huomattavia riskejä, jotka voivat vaarantaa koko rahoitusjärjestelmän toiminnan. Arvopaperimarkkinoiden rakenteen ja luotettavuuden kannalta ei ole yhdenkään, millaiset puitteet selvitystoiminnalle luodaan. Sääntelyn onkin lisäksi tähdittävä arvopaperikaupan osapuolten, selvitystoimintaan osallistuvien tahojen, arvopaperimarkkinoiden ja tätä kautta koko rahoitusjärjestelmän suojelemiseen kohtuuttomilta riskeiltä. Sääntelyllä pyritään vähentämään vaaraa siitä, että valtio joutuu kattamaan selvitysjärjestelmän tappioita pankkitukijärjestelmää vastaavalla tavalla.

Ehdotettavalla laintasoisella sääntelyllä pyritään edistämään selvitystoimintaan liittyvien riskien hallintaa ja vähentämistä. Riskit kohdistuvat välittömimmin markkinoille osallistuviin tahoihin. Siksi nämä tahot ovat ratkaisevassa asemassa markkinoiden vakauden ja turvallisuuden varmistamisen kannalta. Laintasaisen sääntelyn ei tule itsetarkoituksellisesti syrjäyttää niitä itsesääntelynormeja ja menettelytapoja, joita markkinaosapuolet ovat omaksuneet riskienhallinnassa. Julkinen valta voi kuitenkin lainsäädännöllä ja viranomaistoiminnalla vaikuttaa osapuolten välisten käytäntöjen muotoutumiseen. Siksi ehdotettavilla säännöksillä pyritään kannustamaan markkinoiden omia järjestelyjä. Toisaalta riskienhallinnan ja kilpailuneutraliteetin osittain erisuuntaisten vaatimusten välillä on tehtävä tarkoituksenmukainen ratkaisu. Vaikka selvitystoimintaan osallistuville tahoille asetetaan korkeat luotettavuusvaatimukset, ei lainsäädäntö saa edistää kilpailun rajoittumista tai selvitystoiminnan keskittymistä esimerkiksi siten, että vain tietyt luottolaitokset voisivat osallistua toimintaan selvitysosapuolina. Selvitystoimintaa koskevat säännökset ovat arvopaperimarkkinoiden rakenteeseen kuuluvaa sääntelyä. Rakennetta kehittämällä voidaan parantaa markkinoiden toimivuutta ja lisätä sijoitustoiminnan edellytyksiä. Rahoitushuollon pankkikeskeisyyttä on yleisen edun nimissä

pyrittävä vähentämään. Selvitystoiminnan periaatteiden selventäminen ja toiminnan edellytysten parantaminen edesauttaa osaltaan tämän tavoitteen toteuttamista.

Kaupankäyntiä ylläpitävän yhteisön tavoitteet poikkeavat osittain selvitystoimintaa harjoittavan yhteisön tavoitteista. Molemmat yhteisöt tähtäävät toimivien ja kustannustehokkaiden markkinoiden kehittämiseen. Kun markkinapaikka pyrkii lisäämään kaupankäyntiä ja sen joustavuutta, on selvitysyhteisön päämäärinä sitä vastoin pidettävä turvallisuutta ja tarkkuutta. Selvitystoiminnan tehokkuuden nimissä on näiltä yhteisöiltä toki vaadittava hyvin kiinteää yhteistyötä. Sääntelyssä tulee kuitenkin ottaa huomioon perustavaa laatua oleva ero yhteisöjen tarkoitusperissä.

### 3.2. Keskeiset ehdotukset

Arvopaperien luovutusten selvitys on toistaiseksi jäänyt arvopaperimarkkinoiden sääntelyssä katveeseen. Lakiin ehdotetaan sisällytettäväksi perussäännökset toiminnan oikeudellisista puitteista. Arvopaperimarkkinoita koskee yleisesti arvopaperimarkkinalaki, ja siksi on luonnollista sisällyttää selvitystoimintaa koskevat säännökset tähän lakiin omaksi luvukseksi. Ehdotettava normisto sisältää pääasiassa elinkeino-oikeudellisia säännöksiä.

Ehdotettava lainsäädäntö soveltuu arvopaperimarkkinalain 1 luvun 2 §:ssä lueltujen arvopapereiden luovutusten selvitykseen. Säännökset koskevat yhtä hyvin oman kuin vieraankin pääoman ehtoisten arvopapereiden luovutuksia. Soveltamisalaa luetaan sekä arvopapereilla että arvo-osuuksilla tapahtuvat luovutukset. Selvitystoimintaa esitetään säänneltäväksi yleisellä puitenormistolla, joka soveltuu osakkeiden ja velkakirjojen vähittäis- ja tukkumarkkinoille.

Valtio on suurin liikkeeseenlaskija joukko-velkakirjamarkkinoilla. Yleisen edun mukaista on siten edistää luotettavasti toimivia velkakirjamarkkinoita. Sääntely ulotetaan myös velkakirjamarkkinoiden selvitykseen, vaikka vieraan pääoman ehtoisten sitoumusten markkinat eivät alun perin olekaan olleet arvopaperimarkkinalain ensisijaisen huomion kohteina. Kun selvitystoimintaan voi yleisesti sisältyä riskitekijöitä, ei lainsäädäntöä ole syytä rajata vain tiettyyn arvopaperimarkkinoiden osa-alueeseen.

Ehdotuksen mukaan selvitystoiminnalle



annetaan lainsäädännössä vastaavan tyyppinen asema kuin arvopaperipörssi-toiminnalle ja optioyhteisön toiminnalle. Lain tasolla tunnustetaan markkinoilla käytännössä muovautunut rakenne, jossa selvityksestä huolehtii kaupan varsinaisista osapuolista erillinen yhteisö. Yhteisö hoitaa selvitykseen kuuluvia tehtäviä niiden markkinaosapuolten puolesta, joille on myönnetty oikeus antaa kauppoja yhteisön selvittäväksi. Lainsäädäntöön sisällytetään selvitystoiminnan, selvitysyhteisön ja selvitysosapuolen määritelmät.

Selvitystoiminta määritellään laissa toiminnaksi, jossa toteutetaan arvopaperikaupasta tai muusta luovutuksesta johtuvia velvoitteita luovutuksen osapuolten lukuun. Lisäksi selvitystoimintana pidetään osapuolten velvoitteiden määrittämistä. Määritelmän soveltamisen kannalta ei eroteta pelkkää laskelmien laatimista sellaisesta toiminnasta, jossa selvitysyhteisö ottaa vastuun luovutuksen toteutumisesta. Selvitystoimintaa ammattimaisesti ja säänneltyssä menettelyssä harjoitava yhteisö määritellään selvitysyhteisöksi. Julkisen valvonnan varmistamiseksi ja sijoittajien suojaamiseksi säädetään selvitysyhteisön toiminnan harjoittaminen luvanvaraiseksi. Luvaton toiminta ehdotetaan kriminalisoitavaksi. Selvitysosapuolia puolestaan ovat lain vaatimukset täyttävät ja selvitysyhteisön nimenomaisesti hyväksymät yhteisöt. Yleinen toimilupaviranomainen on muun rahoitusmarkkinalainsäädännön mukaisesti asianomainen ministeriö. Ministeriö tutkii ja vahvistaa myös selvitystoiminnassa noudatettavan itsesääntelyn. Ennen toimilupaa tai itsesääntelyn vahvistamista koskevan hakemuksen ratkaisua on ministeriön kuitenkin pyydettävä hakemuksesta rahoitustarkastuksen lausunto. Jos hakemus koskee arvo-osuuksien luovutusten selvitysjärjestelmää, on lausunto pyydettävä myös arvopaperikeskukselta. Kun selvitystoiminnan järjestäminen voi vaikuttaa merkittävästi rahoitusmarkkinoiden vakauteen ja maksujenvälitysjärjestelmiin, kytetään Suomen Pankki tiiviisti selvitystoimintaa koskevaan päätöksenteoon.

Jotta säännösten soveltamisala, ja sitä kautta myös toimilupavaatimus ja rangaistusuhka, eivät laajenisi kohtuuttomasti, ei selvitysyhteisön toiminnan määrittely saa olla liian avoin. Toiminnalla on keskeisin merkitys arvopaperien julkisessa kaupankäynnissä. Toisaalta selvityksen asema korostuu arvo-osuusjärjestelmässä, jossa kir-

jausten oikeellisuus edellyttää ehdottoman tarkkaa selvitystä. Lain kohteena on tämän mukaisesti ensinnäkin kaikkien julkisessa kaupankäynnissä päätettyjen arvopaperikauppojen selvitys siitä riippumatta, onko kauppa tehty fyysisinä asiakirjoina liikkeessä olevilla arvopapereilla vai arvo-osuuksilla. Toiseksi laki on tarkoitettu koskemaan kaikkia arvo-osuuksien sekä kaikkien julkisen kaupankäynnin kohteena olevien arvopapereiden selvitystä, vaikka luovutus ei olisikaan tapahtunut julkisessa kaupankäynnissä. Selvitystoimintaan kuuluu siten myös rahamarkkina- ja joukkovelkakirjakauppojen selvitys. Toisaalta selvitystoimintaan voidaan lukea esimerkiksi arvopaperien vaihtokauppojen selvitystä. Vain näiden toimintojen harjoittaminen säännöllisessä menettelyssä ja ammatillisesti on ehdotuksen mukaan luvanvaraista.

Lakiin ehdotetaan otettavaksi myös säännöksiä yhtäältä selvitystoiminnan osapuolille asetettavista edellytyksistä ja toisaalta itse toiminnan järjestämisestä. Selvitystoiminnan kattavan ja keskitetyn valvonnan toteuttamiseksi ehdotetaan, että selvitystoimintaan osallistuvat tahot eli selvitysyhteisö ja selvitysosapuolet alistetaan viranomaisvalvontaan.

Selvitysyhteisöön kohdistuvien riskien hallitsemiseksi tulee yhteisölle asettaa tietyt luotettavuutta edistävät vaatimukset. Tällaisia vaatimuksia ovat:

- toimilupavaatimus,
- vaatimus osakeyhtiömuodosta,
- pääomavaatimus,
- selvitysmenettelylle, selvitysyhteisön hallinnolle ja riskienhallintajärjestelmille asetettavat vaatimukset,
- selvitysyhteisölle sallitun toiminnan ja sijoitustoiminnan rajaaminen,
- vaatimus selvityssääntöjen laatimisesta, ja vaatimus sääntöjen viranomaisvahvistuksesta, sekä

- vaatimus riittävästä vakuushallinnosta ja muusta yhteisön toiminnan turvaamisesta.

Selvitysyhteisön laatimat selvityssäännöt määrittävät yksityiskohtaisesti käytännön selvitysyhteisön toiminnan. Viranomaisten on ennen sääntöjen vahvistusta tarkoin tutkittava, että ne kattavat suunnitellun selvitystoiminnan. Toiminnan merkityksen vuoksi ehdotetaan myös säädettäväksi valtuussäännöksiä, joiden nojalla viranomaiset voivat jatkuvasti varmistaa, että selvityssäännöt ovat yleisen edun mukaiset.

Markkinoiden toiminnan tehostamiseksi ja selvitetävien arvopaperitoimitusten varmistamiseksi ehdotetaan säännöksiä myös arvopaperien lainaustoiminnan edistämisestä. Arvopaperinvälittäjille ja selvitysyhteisöille sallitaan nimenomaisesti arvopaperien lainaus- ja takaisinostosopimukseen liittyvien palvelujen tarjoaminen. Toisaalta tällaisten sopimusten markkinoita pyritään kehittämään ja saattamaan valvonnan piiriin. Siksi sopimusten vakioehdot on ehdotuksen mukaan hyväksyttävä rahoitustarkastuksessa, jos sopimuksia selvitetään selvitysyhteisön toiminnassa.

Selvitysosapuoliksi voidaan ehdotettavan lain mukaan hyväksyä vain sellaiset yhteisöt, joilla on riittävä osakepääoma ja jotka sitoutuvat noudattamaan selvitysyhteisön sääntöjä. Tarkemmat vaatimukset asetetaan asianomaisen ministeriön päätöksissä ja selvitysyhteisön itsesääntelyssä. Euroopan unionin lainsäädännöstä johtuu velvoitteita, jotka on otettava huomioon myös arvopaperimarkkinoiden selvitystoiminnan sääntelyssä. Tästä syystä ehdotetaan, että säädetyt edellytykset täyttävälle suomalaisille ja Euroopan talousalueelta Suomeen sijoittautuneille ulkomaisille arvopaperinvälittäjille on myönnettävä selvitysosapuolen oikeudet. Suomen valtio ja Suomen Pankki sekä arvopaperipörssi ja optioyhteisö on niin ikään ehdotuksen mukaan hyväksyttävä selvitysosapuoliksi. Muille hakijoille selvitysyhteisö voi myöntää selvitysosapuolen oikeudet. Päätöksen oikeuksien myöntämisestä tekee ehdotuksen mukaan aina selvitysyhteisö, mutta yhteisön harkintavalta on useissa tapauksissa rajoitettu. Viranomaisten tulee valvoa, etteivät selvitysyhteisöt rajoita perusteettomasti pääsyä järjestelmäänsä.

Lainsäädännön tarkoituksena on vähentää mahdollisuuksia selvitysyhteisöön keskittyvän selvitysjärjestelmän epäasialliseen hyväksikäyttöön (*moral hazard* -ongelma). Selvitysyhteisön on turvattava etukäteisjärjestelyillä maksuvalmiutensa häiriötilanteissa. Yhteisön säännöissä on lisäksi määriteltävä toiminnassa mahdollisesti syntyvien tappioiden kattamisperiaatteet. Yhteisö voi edellyttää, että selvitysosapuolet sitoutuvat vastuuseen selvitysjärjestelmän toiminnasta. Selvitysyhteisön toiminnan jatkuminen on ensisijaisesti turvattava riittävillä vakuusvaatimuksilla, tehokkalla selvitysosapuolten valvonnalla ja osapuolten välisillä sopimuksilla. Usein selvitysyhteisön toimintaa turvataan

myös mahdollisuudella saada keskuspankilta maksuvalmiustukea. Tällaisen järjestelyn mahdollisuutta ei ole syytä evätä jatkossakaan. Nykyisiä maksuvalmiusjärjestelyjä voidaan siten jatkaa. Jos keskuspankki sitoutuu selvitysjärjestelmän takaajaksi (*lender of last resort*), se voi halutessaan asettaa omia vaatimuksiaan järjestelmälle ja selvitysyhteisöille.

Jotta selvitysosapuolten toiminta voitaisiin järjestää luotettavasti, on selvitysjärjestelmän joka tilanteessa tuotettava osapuolille oikea ja lopullinen tulos. Siksi lakiin kirjataan nimenomaisesti edellytys toimitus maksua vastaan -periaatteen toteuttamisesta selvitysyhteisön ja selvitysosapuolten välisessä suhteessa.

Arvopaperikauppaan osallistuvien kannalta on ensiarvoisen tärkeää, että osapuolet voivat luottaa kauppojen toteutumiseen ja lopullisuuteen. Kauppojen pitävyyden todennäköisyyteen vaikuttaa keskeisesti se, kuinka selvitysjärjestelmä vähentää selvitysosapuolten vastapuoliriskejä. Vastapuoliriskin toteutumisen vaara on selvityksessä voitava havaita mahdollisimman pian sen jälkeen, kun kauppa tai muu luovutus on annettu selvitetäväksi. Tästä syystä lakiin esitetään säännöksiä, joilla selvitykseen osallistuvat tahot veloitetaan riittävän ajoissa varmistamaan luovutuksen toteuttamisedellytykset.

Selvitysyhteisön on yleisesti vaadittava vakuuksia selvitystoimintaan osallistuvilta tahoilta aina, kun yhteisö ottaa vastuuta selvitetävien kauppojen toteuttamisesta. Pääomien tehokas käyttö edellyttää, että vakuuksina voidaan käyttää selvityksen kohteena olevia arvopapereita. Vakuuksien asettamista helpotetaan lain nojalla syntyvällä panttioikeudella.

Selvitystoiminnan ja mahdollisten nettoutusmenettelyjen edistämiseksi muutetaan myös arvo-osuustileistä annetun lain 16 §:n kaupintatiliä koskevaa säännöstä. Kaupintatilin käyttöä ehdotetaan laajennettavaksi siten, että tiliä voidaan käyttää aitona selvitystilinä.

Ehdotuksessa omaksuttu ratkaisu soveltuu periaatteessa sekä tilanteeseen, jossa selvitystoiminta on keskitetty yhteen selvitysyhteisöön, että tilanteeseen, jossa toiminta on jaettu useampaan yhteisöön. Tällä hetkellä selvitystoimintaa harjoittaa Suomen Arvopaperikeskus Oy jonka olisi lain tultua voimaan haettava toimilupaa.

Johdannaisopimusten selvitystä säännel-

lään tällä hetkellä optiokauppalaissa. Lakiin kohdistuvat mahdolliset muutostarpeet on esityksessä otettu huomioon vain siltä osin, kuin ne koskevat välittömästi arvopapereiden selvitystoimintaa. Esitettävä säännöstö ei muuten sovellu johdannaisopimusten selvitykseen.

#### 4. Esityksen taloudelliset vaikutukset

##### *Kokonaistaloudelliset vaikutukset*

Esityksellä ei ole välittömiä vaikutuksia julkiseen talouteen. Arvopapereiden lainaustoimintaa koskevat säännökset helpottavat kuitenkin välillisesti myös joukkovelkakirjamarkkinoiden toimintaa. Näin ehdotus edesauttaa valtion pyrkimyksiä siirtää lainanoton painopistettä valuuttamääräisistä joukkovelkakirjoista markkamääräisiin velkakirjoihin. Ehdotettava sääntely koskee myös arvo-osuusjärjestelmään liitettäviä joukkovelkakirjoja. Säännökset soveltuvat niin ikään rahamarkkinoilla harjoitettavaan selvitystoimintaan. Näille markkinoille lasketaan liikkeeseen lyhytaikaisia valtion velkasitoumuksia. Velkasitoumusten markkinoiden toimintaa helpottaa mahdollisuus tehdä ja selvittää keskitetysti arvopapereiden lainaus- ja takaisinostosopimuksia. Markkinoiden tehokas toiminta puolestaan vähentää valtion lainanottoon ja velanhoitoon liittyviä kustannuksia.

Esitys vaikuttaa keskeiseen osaan arvopaperimarkkinoiden rakennetta. Arvopaperimarkkinoiden toimintaa tehostamalla ja markkinoiden rakennetta kehittämällä pyritään luomaan mahdollisuuksia kehittää pankeista riippumatonta rahoituksen välitystä. Vaihtoehtoisten rahoituskanavien luominen vähentää pankkien merkitystä esimerkiksi yritysten rahoituksessa. Rahoitusjärjestelmän monipuolistaminen pienentää siten riskiä siitä, että yhden pankin vaikeudet johtavat koko rahoitusjärjestelmän kriisiin. Selvitystoiminnan tehostaminen ja kehittäminen palvelee osaksi myös rahoitusjärjestelmän monipuolisuuden tavoitetta.

##### *Vaikutukset yritystoimintaan*

Ehdotettavat säännökset eivät edellytä selvitystoiminnan keskittämistä yhteen selvitysyhteisöön. Esitys soveltuu silti myös nykyisenkaltaiseen tilanteeseen, jossa arvopaperikeskus huolehti eri osamarkkinoiden sel-

vityksestä. Julkisen vallan näkökulmasta suotavaa, että pääosa selvitystoiminnasta on edelleen järjestetty yhteen kansalliseen arvopapereiden selvityskeskukseen. Kansallisen arvopaperikeskuksen perustamista suositellaan monissa kansainvälisissä suosituksissa. Toiminnan keskittäminen tehostaa luotettavan ja yhtäaikaisen maksu- ja toimitusselvityksen toteuttamista. Samalla keskittämisen mukanaan tuomat mittakaavaedut mahdollistavat kustannusten vähentämisen. Lisäksi arvopapereita koskevan tiedon kerääminen keskukseen parantaa toiminnallisia edellytyksiä keskeisten selvitystoimintojen, kuten vakuushallinnan ja tuoton maksujen tehostamiseen.

#### 5. Asian valmistelu

Valtiovarainministeriö asetti 25.10.1990 työryhmän, jonka tehtävänä oli laatia ehdotus lakisääteiseksi arvopaperikaupan selvitysjärjestelmäksi. Selvityslakityöryhmä julkaisi muistionsa 31.5.1991. Muistiossa esitettiin erillisen arvo-osuuksien, arvopapereiden ja muiden rahoitusmarkkinavälineiden selvitystoimintaa koskevan, väljän puitelain säätämistä. Selvitystoiminnan harjoittaminen olisi säädetty luvanvaraiseksi työryhmän ehdottamassa laissa. Selvitysyhteisönä olisi lain mukaan voinut toimia sekä osakeyhtiö että osuuskunta. Lakia yksityiskohtaisemmat normit olisi annettu selvitysyhteisön säännöissä, jotka olisi vahvistanut valtiovarainministeriö. Arvo-osuusjärjestelmän hajautumisen takia työryhmä ehdotti, että julkisessa kaupankäynnissä syntyneet arvo-osuuskaupat olisi tullut poikkeuksetta antaa selvitysyhteisön selvitettäväksi. Muiden luovutusten selvitykseen lakia olisi sovellettu vain silloin, kun selvitysyhteisö ottaa vastuun luovutuksista. Laissa olisi edellytetty selvitysyhteisöltä vastuiden kattamista vakuuksilla. Muistio sisälsi myös lakisääteistä panttioikeutta koskevan ehdotuksen. Selvitysyhteisölle esitettiin asetettavaksi 10 miljoonan markan osake- ja osuuspääomavaatimus. Lisäksi selvitysyhteisölle sallittua toimintaa ehdotettiin rajoitettavaksi. Selvitystoiminnan helpottamiseksi ehdotettiin kaupatilin käytön laajentamista.

Valtiovarainministeriö pyysi 17.7.1991 lausuntoa selvityslakityöryhmän muistiosta 31 viranomaiselta, yhteisöltä ja järjestöltä. Lausunnoissa pidettiin yleisesti tarpeellisenä selvitystoiminnan sääntelyä puitelailla. Li-

säksi useat lausunnonantajat korostivat lainsäädännön kiireellisyyttä. Yleisesti kuitenkin katsottiin, ettei selvitystoiminnasta tule säätää erillistä lakia, vaan toimintaa koskevat pääsäännöt voitaisiin sisällyttää arvopaperimarkkinalakiin. Esitystä arvosteltiin käsitteiden ja määritelmien epätarkkuudesta. Arvo-osuusluovutusten pakkoselvitystä vastustettiin niin ikään useassa lausunnossa. Lakisääteistä panttioikeutta arvostelivat erityisesti lakimiesjärjestöt.

Selvityslakityöryhmän ehdotuksen valmistelua jatkettiin virkatyönä valtiovarainministeriössä. Jatkovalmistelua kiirehdyttiin rinnakkain kansallisen arvopaperikeskuksen perustamista koskevan hankkeen kanssa. Valmistelussa asetettiin tavoitteeksi arvopaperimarkkinoiden rakenteellisen kehityksen edistäminen. Sääntely päätettiin kohdistaa arvopaperimarkkinoilla harjoitettavaan selvitystoimintaan ja arvopaperimarkkinalain tarkoittamiin arvopapereihin. Erillisen selvityslain säätämisestä luovuttiin, ja säännökset päätettiin sen sijaan sijoittaa arvopaperimarkkinalakiin omaksi luvukseksi.

Valmistelussa pyrittiin ensiksi kuvaamaan nykyisten arvopaperikaupan selvitystä harjoittavien yhteisöjen toimintaa. Kuvauksia laadittaessa valtiovarainministeriö oli yhteydessä Helsingin Arvopaperipörssi Osuuskuntaan ja Helsingin Rahamarkkinakeskus Oy:öön. Toukokuun lopussa 1994 lähetettiin 35 viranomaiselle, etujärjestölle, selvitystoimintaa harjoittavalle yhteisölle sekä arvopaperinvälitysliikkeelle valmisteltavan lakiesityksen alustava jäsentely, pykäläotsikkoluettelo sekä tekstiluonnos esityksen yleisperustelujen keskeisistä, käytäntöä kuvaavista jaksoista. Näille tahoille järjestettiin kaksi keskustelu- ja kuulemistilaisuutta kesäkuussa 1994. Arvopaperimarkkinoiden eri osapuolille varattiin siten mahdollisuus arvioida lakiesityksen perusteita ja pääkohtia jo ennen esityksen valmistumista. Tällä tavalla pyrittiin varmistamaan se, että lakiesitys palvelisi mahdollisimman hyvin osapuolten tarpeita. Kuulemistilaisuuksissa ja niiden yhteydessä toimitetuissa kirjallisissa lausunnoissa pidettiin kannatettavana selvitystoimintaa koskevan lakiesityksen valmistelemista. Eräät tilaisuuksiin osallistuneista yhteisöistä katsoivat kuitenkin, että esityksen valmistelu tulisi sitoa kansallisen arvopaperikeskuksen perustamista koskevaan hankkeeseen. Lisäksi tilaisuuksissa esitettiin arvioita selvitystoiminnassa havaituista ongelmista sekä näkemys-

siä tarpeellisista säännöksistä. Erityisesti korostettiin nettoutusta, arvopaperien lainaus-toimintaa sekä lakisääteistä panttioikeutta koskevien säännösten tarpeellisuutta.

Kuulemistilaisuuksien jälkeen valmistelua jatkettiin laatimalla säännösehdotukset ja näiden yksityiskohtaiset perustelut sekä tarkentamalla lakiesityksen yleisperusteluja. Valmistelussa nojaututtiin voimassa oleviin arvopaperimarkkinalain ja optiokauppalain säännöksiin. Valtiovarainministeriössä laadittiin luonnos ehdotuksesta hallituksen esitykseksi arvopaperimarkkinalain muuttamiseksi sekä muuksi selvitystoimintaa koskevaksi lainsäädännöksi. Luonnos lähetettiin lokakuussa 1994 30 tahon arvioitavaksi. Ehdotuksesta pyydettiin lausunto oikeusministeriöltä, kauppa- ja teollisuusministeriöltä, sosiaali- ja terveysministeriön vakuutusosastolta, valtiovarainministeriön vero-osastolta, budjettiosastolta ja rahoitusyksiköltä, Suomen Pankilta, rahoitustarkastukselta, keskusrikospoliisilta, kilpailuvirastolta, kuluttajiasiamieheltä, kuluttajavirastolta, valtiokonttorilta, verohallitukselta, arvo-osuusyhdistykseltä, kirjanpitolautakunnalta, Arvopaperivälittäjien Yhdistys ry:ltä, Keskuskauppakamarilta, Osakesäästäjien Keskusliitto ry:ltä, Pankkiiriliikkeiden Yhdistys ry:ltä, Suomen Asianajajaliittoa, Suomen Lakimiesliitto ry:ltä, Suomen Pankkiyhdistys ry:ltä, Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry:ltä, Suomen Vakuutusyhtiöiden Keskusliitto ry:ltä, Teollisuuden ja työnantajien Keskusliitto ry:ltä, Helsingin Arvopaperipörssi Osuuskunnalta, Helsingin Rahamarkkinakeskus Oy:ltä, Suomen Osakekeskusrekisteri Osuuskunnalta, Suomen Optiomeklari Oy:ltä sekä Suomen Optiopörssi Oy:ltä. Lausuntoa eivät antaneet kauppa- ja teollisuusministeriö, sosiaali- ja terveysministeriön vakuutusosasto, valtiovarainministeriön budjetti- ja vero-osasto, kuluttajiasiamies, Osakesäästäjien Keskusliitto ry, Pankkiiriliikkeiden Yhdistys ry, Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry ja Suomen Optiopörssi Oy. Valtiovarainministeriöön toimitetuista lausunnoista laadittiin lausuntotiivistelmä.

Esitettävää lainsäädäntöä pidettiin lausunnoissa yleisesti tarpeellisena ja säännösten sisällyttämistä arvopaperimarkkinalakiin perusteltuna. Useat lausunnonantajat hyväksyivät esitetyn sääntelylinjan, joka perustuu puitenormistoon. Esitettyyn selvitysyhteisön itsesääntelyn asemaan suhtautuivat kuitenkin varauksellisesti oikeusministeriö, Suomen

Pankki ja Suomen Lakimiesliitto ry. Monet elinkeinoelämän edustajista kiinnittivät lisäksi huomiota esityksen kustannusvaikutuksiin. Erityisesti todettiin, ettei lainsäädäntö saa vaarantaa nykyisten selvitysjärjestelmien toimintaa ja selvitystoiminnan häiriötöntä jatkumista. Säännösehdoituksista tarpeellisina pidettiin erityisesti arvopaperien lainaustoimintaa, velvoitteiden yhdistämistä, lakisäänteistä panttioikeutta sekä kaupintatiliä koskevia ehdotuksia. Velvoitteiden yhdistämistä koskevaa säännösehdoitusta kuitenkin arvoselvittävät erityisesti oikeusministeriö ja Suomen Lakimiesliitto ry. Viimeksi mainittu vastusti niin ikään lakisäänteisen panttioikeuden säätämistä. Useassa lausunnossa korostettiin lisäksi lainaustoimintaan liittyvien verotusongelmien ratkaisua. Monet lausunnonantajista ehdottivat myös komissiokauppaa koskevan lainsäädännön valmistelun aloittamista. Oman pääoman ehtoisten arvopaperien markkinoilla toimivat yhteisöt vastustivat erityisesti vaatimusta selvitysyhteisön osakeyhtiömuodosta sekä selvitysyhteisölle ja selvitysosapuolelle ehdotettuja osakepääoma-vaatimuksia. Edelleen vastustettiin luonnoksessa ehdotettua selvitysosapuolten pakollista tappionjakosopimusta.

Valtiovarainministeriössä jatkettiin ehdotuksen jatkovalmistelua lausuntojen perusteella. Valmistelua pyrittiin yhteensovittamaan arvopaperikeskusta koskevien lainsäädäntötoimenpiteiden kanssa vuonna 1996.

## 6. Muita esitykseen vaikuttavia seikkoja

### 6.1. Riippuvuus kansainvälisistä sopimuksista ja velvoitteista

*Euroopan yhteisöjen* neuvosto on 10.5.1993 antanut sijoituspalveluja arvopaperimarkkinoilla koskevan direktiivin 93/22/ETY, joka on jäsenmaissa saatettava voimaan vuoden 1995 loppuun mennessä. Sijoituspalveludirektiivi liittyy yhteisön sisämarkkinaohjelmaan, ja sillä pyritään toteuttamaan rahoituspalvelujen tarjoamisen vapautta. Jäsenvaltiot ovat velvollisia muuttamaan lainsäädäntöään niin, että eurooppalaiset sijoituspalveluyritykset voivat harjoittaa toimintaansa kaikkialla unionin jäsenvaltioissa. Yhden toimiluvan periaatteen mukaisesti jossakin jäsenvaltiossa annettu toimilupa oikeuttaa yrityksen toimimaan myös muissa jäsenvaltioissa. Toisaalta direktiivillä pyri-

tään yhtenäistämään myös sijoituspalveluyritysten valvontajärjestelmiä. Direktiivin mukaan valvontavastuu kuuluu aina toimiluvan myöntäneen eli kotijäsenvaltion viranomaiselle. Sijoituspalvelujen vapauttamiseen liittyy myös 15.3.1993 annettu neuvoston direktiivi 93/6/ETY, joka koskee sijoituspalveluyritysten ja luottolaitosten omien varojen riittävyttä. Tässä niin sanotussa markkinariskidirektiivissä asetetaan yhtenäiset vaatimukset sijoituspalveluyrityksen perustamis- ja toiminnan riskien kattamiselle. Direktiivit on saatettu voimaan pääasiassa lailla sijoituspalveluyrityksistä (579/1996).

Yhden toimiluvan ja kotivaltion valvonnan periaatteet koskevat voimassa olevan oikeuden mukaan jo luottolaitoksia. Periaatteet sisältävät Euroopan yhteisöjen kahteen pankkidirektiiviin 77/780/ETY ja 89/646/ETY sekä sijoitusrahastodirektiiviin 85/611/ETY, jotka ovat tulleet Suomea velvoittaviksi Euroopan talousaluetta koskevassa sopimuksessa. Pankkidirektiivien edellyttämät muutokset on saatettu voimaan luottolaitostoiminnasta annetussa laissa (1607/1993) ja ulkomaisen luotto- ja rahoituslaitoksen toiminnasta Suomessa annetussa laissa (1608/1993).

Sijoituspalveludirektiivin 15 artiklassa määrätään sijoituspalveluyrityksen ja luottolaitoksen oikeudesta osallistua jäsenvaltiossa toimivalle säännellylle markkinalle. Jos yritys tai luottolaitos on kotivaltiossaan saanut toimiluvan käydä kauppaa omaan ja toisen lukuun, on sen voitava päästä joko jäseneksi tai muuten osallistumaan säännellyille markkinoille kaikissa jäsenmaissa. Markkinoille pääsy edellyttää, että sijoituspalveluyritys tai luottolaitos täyttää markkinariskidirektiivin vaatimukset. Sellaiset säännellyt markkinat, jotka toimivat ilman fyysisen läsnäolon vaatimusta, voivat artiklan mukaan tarjota palvelujaan myös valtiosta toiseen. Elektronisia kaupankäyntijärjestelmiä ylläpitävät yhteisöt, kuten arvopaperipörssit, saavat siten toimittaa työasemiaan kaikille yhteisön alueella toimiville sijoituspalveluyrityksille ja luottolaitoksille.

Isäntävaltion on huolehdittava, että jäsenvaltion ulkopuolelta tulevat sijoituspalveluyritykset ja luottolaitokset voivat tulla jäseniksi tai osallistua muuten maksu- ja toimitusjärjestelmiin. Pääsy voi tapahtua joko suoraan tai epäsuorasti. Muiden jäsenvaltioiden sijoituspalveluyrityksiä tai luottolaitoksia



ei siten saa syrjiä selvitysjärjestelmissäkään. Sijoituspalveluyrityksen ja luottolaitoksen edellytetään noudattavan tällaisissa järjestelmissä voimassa olevia sääntöjä.

Säännöt voivat sisältää velvoitteita selvityksen turvallisuuden varmistamiseksi, mutta ne eivät saa perusteettomasti syrjiä muiden jäsenvaltioiden sijoituspalveluyrityksiä tai luottolaitoksia.

## YKSITYISKOHTAISET PERUSTELUT

### 1. Lakiehdotusten perustelut

#### 1.1. Laki arvopaperimarkkinalain muuttamisesta

##### 1 luku. Yleisiä säännöksiä

1 §. *Soveltamisala.* Arvopaperimarkkinalakia ehdotetaan täydennettäväksi arvopaperikauppojen ja muiden luovutusten selvitystoimintaa koskevilla säännöksillä. Lakia sovelletaan tällä hetkellä arvopaperien yleiseen liikkeeseen saattamiseen, yleiseen liikkeeseen saatettujen arvopaperien vaihdantaan ja julkiseen kaupankäyntiin arvopapereilla. Selvitystoimintaa pidetään ehdotuksessa arvopaperimarkkinoiden rakenteen erillisenä osana, joka ei ehdotettavan lain kannalta sisälly mihinkään nykyisistä lain soveltamisalaan luettavista toiminnoista. Siksi lain soveltamisalaa koskevan pykälän 1 momenttiin on syytä lisätä maininta selvitystoiminnasta.

Osa voimassa olevista arvopaperimarkkinalain säännöksistä koskee kaikkia yleiseen liikkeeseen saatettuja arvopapereita ja osa vain sellaisia arvopapereita, joilla käydään kauppaa julkisesti. Ehdotettavien selvitystoimintaa koskevien säännösten soveltamisala poikkeaa hieman tästä jaosta. Säännösten pääasialliseen soveltamisalaan kuuluu ensinnäkin luvun 4 §:n uuden 2 momentin mukaan julkisen kaupankäynnin kohteeksi otettujen arvopaperien selvitys. Lisäksi sääntely soveltuu kaupankäyntitavasta riippumatta sellaisten arvopaperien selvitykseen, jotka on liitetty arvo-osuusjärjestelmään.

Arvo-osuudella tarkoitetaan arvo-osuusjärjestelmästä annetun lain 2 §:n 1 momentin mukaan arvopaperimarkkinalain 1 luvun 2 §:n 1 momentissa mainittuja oikeuksia, jotka on merkitty kirjallisen todistuksen antamisen sijasta arvo-osuusjärjestelmään. Järjestelmään voidaan toisin sanoen liittää oman ja vieraan pääoman ehtoisia arvopapereita, näiden yhdistelmäarvopapereita sekä sijoitusra-

hasto-osuuksia. Arvo-osuusjärjestelmästä annetun lain 25 §:ssä säädetään osakkeen ja siihen rinnastuvan arvo-osuuden sekä muiden mainitun lain 4 §:n 1 momentissa tarkoitettujen arvo-osuuksien siirtämisestä arvo-osuusjärjestelmään. Suomalaisen yhtiön, jonka osake on otettu julkisen kaupankäynnin kohteeksi, on liitettävä osakkeensa arvo-osuusjärjestelmään viimeistään 31 päivänä joulukuuta 1998, jollei rahoitustarkastus erityisestä syytä myönnä poikkeusta. Muut osakkeet, oman pääoman ehtoiset arvo-osuudet, oman ja vieraan pääoman yhdistelmäarvopaperit sekä sijoitusrahasto-osuudet voidaan liittää arvo-osuusjärjestelmään arvopaperikeskuksen päätöksellä.

Muiden vieraan pääoman ehtoisten arvo-osuuksien liittämistä arvo-osuusjärjestelmään säädetään arvo-osuusjärjestelmästä annetun lain 26 ja 26 a §:ssä. Säännökset koskevat mainitun lain 4 §:n 2 momentissa tarkoitettuja arvo-osuuksia. Tässä lainkohdassa puolestaan viitataan arvopaperimarkkinalain 1 luvun 2 §:n 1 momentin 2 kohtaan, jossa säädetään yleiseen liikkeeseen lasketusta joukkovelkakirjalainasta ja siihen rinnastuvasta velallisen sitoumuksesta sekä näihin liittyvästä korko- tai tuotto-oikeudesta. Näiden arvo-osuuksien liittämistä arvo-osuusjärjestelmään päättää myös arvopaperikeskus.

Arvo-osuusjärjestelmään liitetyt oman ja vieraan pääoman ehtoiset arvo-osuudet ovat pääsääntöisesti arvopaperimarkkinalain määritelmän mukaisia arvopapereita. Arvo-osuusjärjestelmästä annetun lain 26 b §:ssä on lisäksi säädetty yksityisen osakeyhtiön arvopapereista ja ulkomaisista arvopapereista. Arvo-osuuslainsäädännössä omaksutun ratkaisun mukaan järjestelmään ei lakia muuttamatta voida liittää muita kuin arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettuja arvopapereita, jotta jokaisen liitettävän arvo-osuuslajin oikeudellinen sääntely tulee riittävästi varmistetuksi ennen liittämistä. Kaikilla ar-



vo-osuuksilla ei käydä julkisesti kauppaa. Siksi uuden 4 a luvun säännökset koskevat muutakin toimintaa kuin julkisen kaupankäynnin kohteena olevien arvopaperien selvitystä. Tästä syystä selvitystoiminta mainitaan lain soveltamisalaa koskevassa säännöksessä ennen julkista kaupankäyntiä, vaikka käytännössä arvopaperikauppa tietenkin tehdään ennen sen selvittämistä. Soveltamisaläsäännöstä ei kuitenkaan ole laadittu kuvaamaan käytännön toiminnan johdonmukaista järjestystä, vaan lain soveltamisalan rajauksia. Pankkien ja Suomen Pankin liikkeeseen laskemia sijoitustodistuksia ja valtion velkasitoumuksia ei tällä hetkellä ole otettu julkisen kaupankäynnin kohteeksi. Yleiseen liikkeeseen saatetuista ja arvopaperimarkkinallain soveltamisalaan kuuluvista arvopapereista ehdotettavien säännösten ulkopuolelle jäävät vain sellaiset fyysisinä asiakirjoina liikkeessä olevat arvopaperit, joita ei ole otettu julkisen kaupankäynnin kohteeksi.

4 §. *Määritelmät.* Määritelmäsäännökseen ehdotetaan lisättäväksi uusi 2 momentti. Se sisältää selvitystoiminnan, selvitysyhteisön ja selvitysosapuolten määritelmät, jotka ovat kaikkein keskeisimpiä ehdotettavan lain kannalta. Ehdotettava laki sääntelee yhtäältä selvitysyhteisöjen ja selvitysosapuolten välistä suhdetta ja toisaalta selvitystoiminnan viranomaisvalvontaa ja yleistä luotettavuutta. Menettelytapasäännökset ja -vaatimukset koskevat selvitysyhteisön järjestämää säännöllistä selvitystoimintaa.

Selvitystoiminnan ja selvitysyhteisön määritelmässä pyritään samantyyppiseen ratkaisuun kuin julkisen kaupankäynnin ja arvopaperipörssitoiminnan määritelmässä. Nämä määritelmät sisältyvät luvun 3 §:ään ja 4 §:n 1 momenttiin. Myös optiokauppa ja optiokaupan selvitys sekä optiopörssitoiminta määritellään vastaavalla tavalla optiokaupalain 1 luvun 2 §:n 4 kohdassa ja mainitun lain 1 luvun 3 §:n 2 momentissa. Säännöksissä erotetaan markkinapaikkaa ylläpitävän yhteisön toiminta siitä toiminnasta, jota markkinapaikalla harjoitetaan. Arvopaperipörssitoiminnan harjoittaminen on säädetty luvanvaraiseksi arvopaperimarkkinallain 3 luvun 1 §:ssä, ja julkisen kaupankäynnin harjoittaminen arvopapereilla vastoin tätä säännöstä on rangaistavaa lain 8 luvun 2 §:n mukaan. Optioyhteisön toiminnan harjoittamiseen puolestaan on hankittava toimilupa optiokaupalain 2 luvun 1 §:n 1 momentin

mukaan, ja vastaavasti mainitun lain 5 luvun 3 §:ssä on säädetty rangaistus optioyhteisön toiminnan harjoittamisesta vastoin 2 luvun 1 §:n 1 momentin säännöstä.

Selvitystoiminnan määritelmässä kuvataan yleisesti sitä toimintaa, jota selvitysyhteisön ylläpitämässä menettelyssä voidaan harjoittaa. Selvitystoiminnan määritelmä on muotoiltu laajaksi yhtäältä siksi, että se sallisi toiminnan järjestämisen joustavaksi ja taroituksenmukaiseksi. Toisaalta määritelmällä pyritään saattamaan kaikki arvopaperimarkkinoita kohtaan tunnetun luottamuksen kannalta merkittävät selvitysyhteisön toimintamuodot valvonnan ja lainsäädännön piiriin. Selvitysyhteisö puolestaan määritellään osakeyhtiöksi, joka harjoittaa selvitystoimintaa ammattimaisesti erityisessä menettelyssä. Selvitysyhteisön toiminta eli selvitystoiminnan harjoittaminen ammattimaisesti, säännöllisessä menettelyssä ja erikseen määriteltävien selvitysosapuolten lukuun on ehdotettavan 4 a luvun 1 §:n mukaan luvanvaraista. Lisäksi lain 8 lukuun esitetään uutta 2 a §:ää, jossa säädetään selvitystoiminnan harjoittaminen vastoin 4 a luvun 1 §:ää rangaistavaksi.

Ehdotuksen mukaan *selvitystoimintana* pidetään arvopaperikaupasta johtuvien velvoitteiden määrittämistä ja toteuttamista kaupan osapuolten lukuun. Kaupan osapuolilla tarkoitetaan laissa myyjää ja ostajaa. Komissiokaupassa kaupan osapuolina on pidettävä arvopaperinvälittäjiä, jotka tekevät kauppooja omissa nimissään asiakkaidensa lukuun. Määritelmä soveltuu myös tapaukseen, jossa sama välittäjä edustaa sekä myyjä- että ostaja-asiakasta. Tällöin välittäjä vastaa kaupasta kumpaakin asiakastaan kohtaan osapuolen tavoin. Sijoittajat itse ovat arvopaperikaupan osapuolia silloin, kun he osallistuvat välittömästi kaupankäyntijärjestelmään tai kun kauppa käydään suoraan asiakkaiden nimissä. Määritelmän tulkinta riippuu siten kaupankäynnin järjestämistavasta.

Arvopaperikaupasta seuraa myyjäosapuolelle arvopaperin toimitusvelvollisuus ja ostajaosapuolelle maksuvelvollisuus. Selvitystoimintana pidetään näiden velvoitteiden määrittämistä osapuolia sitovasti sekä velvoitteiden käytännön toteuttamista. Määritelmä sisältää kaikki ne toiminnot, jotka tarvitaan kaupan loppuunsaattamiseksi siitä hetkestä, jona kauppa päätetään, siihen asti, kun ostaja on vastaanottanut arvopaperit ja myyjä kaupahinnan. Toimintaan voidaan

lukea ainakin seuraavat tehtävät:

- osapuolten kauppailmoitusten yhtäpitävyyden tarkastaminen,
- kaupan vahvistaminen osapuolia sitovaksi,
- laskelmien laatiminen osapuolten velvoitteista, vastuun ottaminen kaupasta ja velvoitteiden täyttämisestä joko kokonaan tai osittain,
- arvo-osuuksien siirtokirjauksen tai kirjaushakemuksen tekeminen,
- arvopaperien siirroista ja niiden edellytysistä huolehtiminen,
- varojen siirto esimerkiksi Suomen Pankin sekkitilijärjestelmässä, maksuvälineillä luotolaitosten välillä tai tilisiirtoina asiakkaiden pankkitilien välillä,
- maksutoimeksiantojen antaminen luotolaitoksille ja
- arvo-osuuksien, arvopapereiden ja rahavarojen siirtojen valvominen.

Yhdenkin yllä luetellun toiminnon hoitaminen kuuluu selvitystoiminnan määritelmään. Esimerkiksi Suomen Arvopaperikeskus Oy:n OM- ja RM-järjestelmän toimintaa on ilman muuta pidettävä ehdotuksen mukaisena selvitystoimintana. Sen sijaan luotolaitostoiminnasta annetun lain 20 §:ssä ja sijoituspalveluyrityksistä annetun lain 3 ja 16 §:ssä tarkoitettua liiketoiminnan harjoittaminen ei edellytä selvitysyhteisön toimilupa.

Selvitystoiminnan määritelmään kuuluu julkisessa kaupankäynnissä päätettyjen arvopaperikauppojen toteuttaminen. Julkisen kaupankäynnin määritelmä on 3 §:ssä. Sen mukaan arvopaperilla voidaan käydä julkisesti kauppaa joko arvopaperipörssin pörssilistalla tai muussa ostajien ja myyjien yhteensaattamiseksi ammattimaisesti järjestetyssä kaupankäynnissä, jolle on laadittu säännöt. Arvopaperimarkkinalain julkisen kaupankäynnin määritelmällä pyritään vahvistamaan markkinoiden rakennetta. Määritelmä erottaa säännellyissä puitteissa ja valvonnan alaisena toimivat markkinat sääntelemättömistä menettelyistä. Virallisesti tunnus-tettuihin markkinoihin on varsinkin Euroopan unionin lainsäädännössä liitetty markkinaosapuolten kannalta edullisia vaikutuksia. Kun tällaisilla markkinapaikoilla asetetaan osapuolille erilliset katevaatimukset, eivät markkinoilla tehdyt kaupat alenna luotolaitosten ja sijoituspalveluyritysten vakavaraisuutta. Sen sijaan esimerkiksi OTC-markkinoilla tehdyistä johdannaissopimuksista

seuraa markkinariskidirektiivin (93/6/ETY) liitteen II mukaan erillinen vakavaraisuusvaatimus.

Julkisen kaupankäynnin asema voidaan antaa vain vakaalle ja likvidille markkinalle, jolla kauppa on ennustettavaa ja jatkuva. Säännellyn ja sääntelemättömän markkinan erottelu palvelee näin ensisijaisesti sijoittajan suojaa. Tästä syystä myös julkiseen kaupankäyntiin liittyvän selvitystoiminnan asema on korotettava lain tasaisen sääntelyn piiriin.

Julkisen kaupankäynnin kohteeksi otettuja arvopapereita on tällä hetkellä yleisessä liikkeessä kahdessa muodossa: fyysisinä asiakirjoina ja arvo-osuusjärjestelmään liitettyinä arvo-osuuksina. Tällaisten arvopaperien vaihdantaa koskevat arvopaperimarkkinalainsäädännön normit, jotka asettavat vaihdantaan osallistuville korostetut luotettavuusvaatimukset. Siksi on tarpeen säätää laissa myös julkisen kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin muussa kuin julkisessa kaupankäynnissä tehdystä kaupasta ja luovutuksesta. Määritelmän piiriin voi kuulua esimerkiksi kahden yksityishenkilön keskinäisen arvopaperikaupan ja määräysvallan luovuttamiseksi tehdyn yrityskaupan selvittäminen. Lisäksi soveltamisalaa voi kuulua julkisen kaupankäynnin kohteena olevia arvopapereita koskevien vaihtokauppojen, lahjanlu-pausten tai muiden luovutusoikeustoimien toteuttaminen.

Julkisen kaupankäynnin lisäksi toinen keskeinen selvitystoiminnan sääntelyn kohde on arvo-osuusjärjestelmä. Kun fyysisen asiakirjan sisältöön ja hallintaan liitetyt oikeus-tosiseikat korvataan atk-tiedostoilla, saa kauppaselvitys vaihdannan kannalta ratkaisevan aseman. Arvo-osuusjärjestelmän toimivuus ja kirjausten oikeellisuus edellyttää, että luovutukset selvitetään luotettavasti ja asianmukaisesti. Kaikkia arvo-osuuksia ei kuitenkaan ole otettu julkisen kaupankäynnin kohteeksi. Rahamarkkinoilla käytettävillä pankkien sijoitustodistuksilla ja valtion velkasitoumuksilla ei tällä hetkellä käydä kauppaa julkisesti. Kahdenvälisiä puhelinmarkkinoita eivät koske samanlaiset säännöt kuin arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettua julkista kaupankäyntiä. Rahamarkkinoiden merkitys on kuitenkin hyvin huomattava koko rahoitusmarkkinoiden kannalta. Rahamarkkinoilla harjoitettavaan selvitystoimintaan on siksi syytä kiinnittää huomiota myös lain tasolla. Ei voida esittää vakuuttavia perusteita sen puolesta, että osa arvopaperi-

markkinoilla harjoitettavasta selvitystoiminnasta saatettaisiin lain piiriin ja osa jätettäisiin sen soveltamisalan ulkopuolelle. Laajan soveltamisalan tarve on korostunut, kun arvo-osuusjärjestelmään on liitetty uusia sijoituskohteita, kuten pitkäaikaisia joukkovelkakirjoja. Näillä velkakirjoilla käydään niin ikään laajasti kauppaa kahdenvälisillä puheelinmarkkinoilla, vaikka ne on yleensä otettu myös arvopaperipörssin prössilistalle. Ehdotettavan lain soveltamisalaan luetaan arvo-osuuksilla tehtyjen kauppojen ja muiden luovutusten selvitystoiminta siitä riippumatta, onko arvo-osuus otettu julkisen kaupankäynnin kohteeksi vai ei. Arvo-osuusjärjestelmään voidaan liittää luvun 2 §:ssä tarkoitettuja arvopapereita. Muuntyyppisten sijoituskohteiden liittäminen järjestelmään vaatisi lainmuutoksia arvo-osuuslainsäädäntöön. Ehdotettava uusi määritelmä ei siten laajenna arvopaperimarkkinain soveltamisalaa. Tällä hetkellä vieraan pääoman ehtoisia arvo-osuuksia säilytetään ja selvitetään Suomen Arvopaperikeskus Oy:n ylläpitämässä tietoteknisessä ympäristössä.

Selvitystoiminnan määritelmä ei sellaiseenaan osoita toimilupavaatimuksen ulottuvuutta. Määritelmää voidaan verrata julkisen kaupankäynnin määritelmään luvun 3 §:ssä tai optiokaupan ja optiokaupan selvityksen määritelmään optiokauppain 1 luvun 2 §:n 4 kohdassa. Myöskään nämä määritelmät eivät rajaa yksinomaan toimilupavaatimuksen, viranomaisvalvonnan tai rangaistusvastuun alaa. Vastaavasti pelkästään selvitystoiminnan määritelmän piiriin kuuluvien toimenpiteiden suorittaminen ei edellytä toimilupaa, eikä määritelmän mukaisesta, ilman lupaa tapahtuvasta toiminnasta rangaista. Jos toiminta kuitenkin muuttuu säännölliseksi menettelyksi, tulee myös toimilupavaatimus rangaistusuhkineen sovellettavaksi. Valvovien viranomaisten on viime kädessä arvioitava, harjoittaako jokin yhteisö selvitysyhteisön toiminnan tunnusmerkkinen mukaisista toimintaa. Toimilupavaatimuksen ja rangaistusvastuun osoittamiseksi ehdotetaan pykälän 2 momenttiin lisättäväksi *selvitysyhteisön* määritelmä. Vasta tämä määritelmä ratkaisee toimiluvan tarpeen ja luvattoman toiminnan rangaistusuhan. Ehdotettavan 4 a luvun 1 §:n mukaan toimilupaa vaaditaan selvitysyhteisön toiminnan harjoittamiseen. Selvitystoiminnan harjoittamisesta vastoin tätä säännöstä voidaan toiminnasta vastuussa olevat henkilöt 8 luvun 2 a §:n mukaan tuo-

mita rangaistukseen.

Ehdotuksen mukaan selvitysyhteisönä pidetään osakeyhtiötä, joka harjoittaa selvitystoimintaa ammattimaisesti ja säännöllisessä menettelyssä. Selvitysyhteisölle asetettavista vaatimuksista säädetään tarkemmin 4 a luvussa. Selvitysyhteisön toiminnan harjoittaminen rajataan jo määritelmässä osakeyhtiömuotoisiin yhteisöihin. Osakeyhtiömuodon on katsottu soveltuvan parhaiten selvitysyhteisön toiminnan järjestämiseen. Avoin yhtiö ja kommandiittiyhtiö ovat pienyritystoimintaan tarkoitettuja yhteisömuotoja, jotka perustuvat keskeisesti yhtiömiesten toimintaan. Henkilöyhtiöiden velkoja ja muita ulkopuolisia tahoja suojataan siten, että yhtiömiehet ovat lain mukaan henkilökohtaisesti vastuussa yhtiön veloista. Henkilöyhtiö ei ole riittävän erillinen toimintaa harjoittavista yrittäjistä, jotta avoimen tai kommandiittiyhtiön harjoittaman selvitystoiminnan luotettavuus olisi turvattu.

Osuuskunta ja osakeyhtiö ovat kumpikin itsenäisiä pääomayhteisöjä. Osuuskunnan perustehtävä on osuuskuntalain (247/1954) 1 §:n mukaan tukea omistajien eli jäsenten taloudenpitoa siten, että jäsenet osallistuvat osuuskunnan taloudelliseen toimintaan käyttämällä hyväkseen yhteisön palveluja. Osakeyhtiön taloudellinen tavoite sitä vastoin on tuottaa mahdollisimman hyvä taloudellinen tuotto osakkaiden yhtiöön sijoittamalle pääomalle. Osakeyhtiölain mukaan on tosin mahdollista, että osakeyhtiön päämäärät liittyvät joko kokonaan tai osaksi muuhun kuin voiton tavoitteluun. Tällöin osakeyhtiön yhtiöjärjestykseen on osakeyhtiölain 12 luvun 1 §:n 2 momentin mukaan otettava määräys voiton käytöstä sekä netto-omaisuuden käytöstä selvitysmenettelyssä.

Osuuskunnan jäsenet ovat osuuskuntaa kohtaan sekä omistajia että asiakkaita. Jäsenet saavat tuottoa lähinnä osuuskunnan palvelujen käytöstä, ja palvelut on tapana hinnoitella jäseniä suosisivasti. Jos osuuskunnan palveluja tarjotaan jäsenkunnan ulkopuolisille tahoille, peritään näiltä usein suuremmat korvaukset kuin pääomaa sijoittaneilta jäseniltä. Selvitysyhteisön toiminnassa ei ole syytä kytkeä toisiinsa yhteisön omistajuutta ja yhteisöjen palvelujen käyttöä. Selvitykseen tulee voida osallistua myös ilman pääomapanosta. Selvitysjärjestelmän avoimuutta ei edistäisi se, että kaikkien selvitysosapuolten edellytettäisiin tulevan selvitysosuuskunnan jäseniksi ja sitoutuvan omis-

tajuudesta mahdollisesti seuraaviin velvoitteisiin. Tämä vastaa myös sijoituspalveludirektiivin 15 artiklan 3 kohtaa, jonka mukaan sijoituspalveluyrityksen vastaanottavan jäsenvaltion on tarjottava yritykselle mahdollisuus tulla säänneltyjen markkinoiden jäseneksi tai päästä markkinoille. Selvitysosaapuolten riittävä sitoutuminen selvitys yhteisön toimintaan voidaan turvata 4 a luvun 7 §:n mukaisilla toimenpiteillä. Selvitys yhteisön omistajan ja selvitysosaapuolen asemien erottaminen helpottaa myös ulkomaisten osapuolten osallistumista selvitysjärjestelmään. Selvitys yhteisön ei välttämättä edellytetä toimivan voiton tavoittelun periaatteen mukaisesti. Toisaalta ei myöskään vaadita, että selvitys yhteisön tulisi toimia voittoon tavoittelematta, vaikka selvitys yhteisön toiminnalla on selvästi yleistä etua palveleva luonne. Tällaisia vaatimuksia ei ole asetettu myöskään arvopaperipörssille tai optioyhteisölle. Selvitys yhteisön toiminnan luonteen määrittäminen jätetään siten yhteisöjä perustavien tahojen ratkaistavaksi.

Osuuskunnan kokouksissa kullakin jäsenellä on pääsäännön mukaan vain yksi ääni. Tästä johtuu, että monen osuuskunnan omistus on hajautunut. Omistuksen hajautuminen saattaa joissain tilanteissa johtaa ammattijohdon aseman korostumiseen päätöksenteossa. Omistuksen hajautuminen saattaisi tietenkin osaksi vastata selvitys yhteisön toiminnan yleisiä tavoitteita, joihin kuuluvat puolueettomuus ja markkinoiden tehokkuuden, turvallisuuden ja luotettavuuden lisääminen. Näiden päämäärien takia ehdotetaan 4 a luvun 6 §:ään sisällytettäväksi säännös vaikutusvaltarajoituksesta. Rajoituksella ei kuitenkaan pyritä kokonaan estämään selvitys yhteisön omistuksen keskittämistä yhdelle tai muutamalle luotettavalle taholle silloin, kun olosuhteet vaativat keskittämistä. Siksi vaikutusvaltarajoituksesta voidaan ehdotuksen mukaan myöntää poikkeus. Osuuskunnassa omistuksen keskittäminen on vaikeaa, koska jokaisella jäsenellä on lähtökohtaisesti vain yksi ääni pääomapanoksen suuruudesta riippumatta.

Osakeyhtiöllä on käytössään useita keinoja pääoman kartuttamiseen. Osuuskunnassa riskipääoman hankkiminen on ollut rajoitumpaa kuin osakeyhtiössä. Pääomahuollon järjestämisen helpottamiseksi osuuskunnille sallittiin sijoitusosuuspääoman hankkiminen osuuskuntalain muutoksella (1240/1989). Sijoitusosuudet eivät kuitenkaan tuota sijoitta-

jalle äänioikeutta. Samassa yhteydessä osuuskuntalakiin lisättiin uusi 16 a luku, jossa säädetään osuuskunnan muuttamisesta osakeyhtiöksi.

Selvitys yhteisön toiminnan uskottavuuden kannalta on tärkeää, että yhteisön vakavaisuus pysyy jatkuvasti korkeana. Vakavaisuuden ylläpitämistä edesauttaa se, että yhteisön perustamis pääoma säilyy koko toiminnan ajan yhteisössä. Osakeyhtiön osakepääomaa ei ole tarkoitettu palauttaa toiminta-aikana osakkeenomistajille. Osakkeiden lukumäärä on periaatteessa kiinteä. Näistä syistä osakeyhtiössä voidaan helpommin seurata oman pääoman vähimmäisvaatimusten noudattamista kuin esimerkiksi henkilöyhtiöissä. Osakeyhtiön oman pääoman alentumista koskevat säännöt ovat tiukemmat kuin muissa yhteisömuodoissa. Osuuskunnan jäsenmäärää ja pääomaa ei sitä vastoin ole ennalta määrätty. Osuuskunnasta eroavalla jäsenellä on oikeus saada osuusmaksu takaisin, jos osuuskunnan varat siihen riittävät. Tämä saattaa johtaa osuuskunnan taloudelliseen umpikujaan, jos suuri osa jäsenistä eroaa osuuskunnasta samanaikaisesti. Osuuskunnan oman pääoman säilyminen voidaan kuitenkin varmistaa sääntömääräyksillä ja sopimuksilla sekä jäseniltä kerättävillä liittymismaksuilla, joita ei palauteta. Nämä erät eivät kuitenkaan tuota pääomaa sijoittavalle jäsenelle äänioikeutta. Osuuskunnan oman pääoman nopea lisääminen on edellä kuvatuista lainmuutoksista huolimatta hankalaa.

Osakeyhtiölakia on äskettäin uudistettu (145/1997). Muutokset johtuvat ennen kaikkea Euroopan talousaluetta koskevasta sopimuksesta. Euroopan yhteisöt on antanut useita yhtiöoikeudellisia direktiivejä, joiden sääntely on saatettava voimaan myös Suomessa. Direktiivien tarkoituksena on yhdenmukaistaa jäsenmaiden yhtiöoikeudellista lainsäädäntöä. Yhdenmukaisella sääntelyllä parannetaan ensi sijassa yhtiöiden ulkopuolisten tahojen, kuten sijoittajien ja velkojien, asemaa. Näin eri jäsenmaissa toimivat osapuolet voivat luottaa siihen, että esimerkiksi yhtiötä koskevat määräykset tietojen julkistamisesta, pääomasta, tilinpäätöksestä ja yhtiörakenteen muutoksista eivät suojan tasossa olennaisesti poikkea toisistaan Euroopan unionin alueella. Näitä yhdenmukaisia sääntöjä sovelletaan myös selvitys yhteisöön, jos selvitys yhteisöltä edellytetään osakeyhtiömuotoa. Tämä saattaa helpottaa ulkomaisten

osapuolten toimimista suomalaisessa selvitysjärjestelmässä.

Esimerkit osakeyhtiö- ja osuuskuntamuotoisten yhteisöjen välisistä eroista osoittavat, että selvitys yhteisön toiminnan kannalta keskeisissä yhtiöoikeudellisissa kysymyksissä osakeyhtiötä koskevat pakottavat lain säännökset. Vastaaventyyppejä järjestelyjä voidaan toteuttaa myös osuuskunnassa, mutta ratkaisut ovat tällöin vapaaehtoisia. Edellä lueteltujen syiden takia ehdotetaan selvitys yhteisön ainoaksi mahdolliseksi yhteisömuodoksi osakeyhtiömuotoa.

Selvitystoiminnan rakennetta kuvaa selvitys yhteisön määritelmässä se, että yhteisö harjoittaa toimintaa sellaisten yhteisöjen lukuun, joille on annettu oikeus antaa arvopaperikauppoja ja muita luovutuksia selvitetäväksi selvitys yhteisön toiminnassa. Nämä yhteisöt määritellään *selvitysosapuoliksi*. Selvitys osapuolen määritelmä vastaa pitkälti pörssivälittäjän määritelmää pykälän 1 momentin 7 kohdassa ja optiokauppalaain 1 luvun 4 §:n 1 momentin mukaista välittäjän määritelmää. Selvitys yhteisö hoitaa sellaisia tehtäviä, joita arvopaperinvälittäjät tai muut selvitys osapuolet muutoin hoitaisivat itse. Selvitys yhteisö toimii siten selvitys osapuolten puolesta eli lukuun. Selvitys yhteisön määritelmässä poiketaan tarkoituksellisesti selvitystoiminnan määritelmästä, jossa toiminnan edellytetään tapahtuvan kaupan osapuolten lukuun. Ero johtuu siitä, että kaikki arvopaperikauppojen osapuolina olevat arvopaperinvälittäjät eivät välttämättä toimi eikä niiden edellytetä toimivan selvitys osapuolina. Tällöin välittäjät siirtävät tekemänsä kaupat selvitys osapuolille, joiden lukuun selvitys yhteisö hoitaa selvityksen. Selvitys tapahtuu tietenkin käytännössä myös kaupan osapuolten hyväksi, mutta nämä eivät välttämättä osallistu suoraan selvitys järjestelmään.

Selvitystoiminnan määritelmän mukaista toimintaa voivat harjoittaa useat ja jopa arvopaperimarkkinoista täysin ulkopuoliset tahot. Periaatteessa esimerkiksi asianajajien, vartiointiliikkeiden ja tietokoneohjelmistopalveluja tarjoavien atk-talojen toiminta saatetaan joissakin tilanteissa lukea selvitystoiminnan määritelmän piiriin. Tällaisten elinkeinonharjoittajien toiminta sivuaa arvopaperiluovutusten toteuttamista kuitenkin vain satunnaisesti. Yhteys selvitystoimintaan syntyy elinkeinonharjoittajan varsinaisen toiminnan ohessa. Selvitys yhteisön toiminnalle asetetaan tästä syystä ammattimaisuuden ja

säännöllisyyden vaatimus, joka rajaa selvityspalveluja satunnaisesti ja muun liiketoimintansa ohessa tarjoavat elinkeinonharjoittajat soveltamisalan ulkopuolelle.

Arvopapereilla julkista kaupankäyntiä järjestävät yhteisöt, maksuja välittävät pankit, keskuspankki ja arvo-osuusrekisterin pitäjät saattavat osallistua hyvinkin tiiviisti arvopaperiluovutuksista johtuvien velvoitteiden täyttämiseen. Näiden yhteisöjen toiminta on myös ammattimaista ja säännöllistä. Yhteisöjä ei silti tule pitää selvitys yhteisöinä niin kauan kuin ne eivät järjestä toimintaa erityiseksi selvitysmenettelyksi, johon osallistuvat vain erikseen määrätyt osapuolet.

Säännellyn ja säännöllisen menettelyn vaatimus rajaa selvitys osapuolten keskinäisen selvityksen soveltamisalan ulkopuolelle. Arvopaperinvälittäjät voivat siten edelleen halutessaan hoitaa selvityksen kahdenvälisenä. Jos joku osapuolista kuitenkin ryhtyy huolehtimaan toiminnoista muiden puolesta ja jos menettely muuttuu säännölliseksi, vaaditaan toiminnan järjestämiseen toimilupa. Laissa ei aseteta arvopaperinvälittäjille tai muillekaan markkinaosapuolille velvollisuutta selvityttää kauppaa selvitys yhteisöissä. Ratkaisu on luonnollinen, koska ehdotus ei sinänsä edellytä yhdenkään selvitys yhteisön olemassaoloa. Selvitys yhteisö ja arvopaperipörssi voivat itsesääntelyssään vaatia, että niiden järjestelmissä toimivat osapuolet selvittävät kaikki luovutukset tietyssä selvitysmenettelyssä. Markkinaosapuolten on siten itse valittava, järjestetäänkö selvitystoiminta lain mukaiseen selvitys yhteisöön vai selvitetäänkö kaupat vain kahdenvälisinä. Markkinoiden kehitys ja Suomen Arvopaperikeskus Oy:n perustaminen on johtanut yhä keskitetympään selvitys järjestelmään.

Ehdotettavat 4 a luvun säännökset eivät koske myöskään selvitys osapuolen ja sen asiakkaiden välistä sisäistä selvitystä (engl. *internal settlement*), jos selvitys osapuolen välinen selvitys on järjestetty selvitys yhteisöön. Tätä suhdetta koskevat 4 luvun huolellisuusveloitteet ja asiakkaansuojanormit. Rahoitustarkastukselle annetaan lisäksi valtuus määrätä sisäisestä selvityksestä. Välittäjän osallistumisesta selvitystoimintaan säädetään 4 luvun uudessa 5 a §:ssä.

Yksittäiset sijoittajat voivat entiseen tapaan edelleen luovuttaa ja siirtää arvopapereita suoraan toisilleen. Ehdotettava laki ei millään tavalla vaikuta sijoittajien keskinäisiin omaisuuden ja varojen siirtoihin.



### 3 luku. **Julkinen kaupankäynti arvopape-reilla**

3 §. *Arvopaperipörssin toiminta.* Arvopaperipörssin toimintaa koskevan pykälän 1 momenttia ehdotetaan muutettavaksi siten, että pörssille arvopaperipörssitoimintaan myönnetyn toimiluvan nojalla sallitusta toiminnasta rajataan pois selvitystoiminnan ja selvitysyhteisön toiminnan harjoittaminen. Arvopaperipörssi saa harjoittaa selvitystoimintaa ja selvitysyhteisön toimintaa vain siten, että toiminnassa noudatetaan ehdotettavan 4 a luvun säännöksiä.

Lain 4 a luvussa asetetaan selvitysyhteisölle useita sellaisia vaatimuksia, jotka poikkeavat arvopaperipörssille asetetuista vaatimuksista. Merkittävimmit erot liittyvät selvitysyhteisön osakepääoman vaatimukseen sekä yhteisömuotoon. Arvopaperipörssille ei tällä hetkellä ole asetettu erillistä oman pääoman vaatimusta, koska perinteisessä arvopaperipörssitoiminnassa pörssi ei ota riskiä tai vastuuta kauppojen selvittämisestä. Tällöin pörssin perustamispääoman ja muiden varojen on riitettävä kaupankäynnin edellytysten järjestämiseen tarvittavien toimitilojen, välineistön ja asiantuntevan henkilökunnan hankkimiseen ja ylläpitämiseen. Selvitystoimintaa harjoittavan yhteisön pääomasen sijaan turvaa osaksi myös selvitystoiminnan järjestämisen jatkuvuutta ja yleistä luotettavuutta. Tästä syystä selvitysyhteisölle asetetaan nimenomainen osakepääomavaatimus. Toisaalta arvopaperipörssi voi olla yhteisömuodoltaan joko osakeyhtiö tai osuuskunta. Sitä vastoin ehdotettavan lain mukaan selvitysyhteisön toimiluvan voi saada vain osakeyhtiö. Pörssin ja selvitysyhteisön toimilupien erottamista puoltaa myös se seikka, että yhteisöjen toiminnan tavoitteiden välillä vallitsee osittainen ristiriita. Arvopaperien julkisen kaupankäynnin järjestämisen tavoitteisiin kuuluu kaupankäynnin ja sen joustavuuden lisääminen. Selvitysyhteisön päämäärinä on sitä vastoin pidettävä arvopaperiluovutusten toteuttamisen luotettavuutta, turvallisuutta ja toiminnan tarkkuutta. Eroista huolimatta laissa ei edellytetä, että selvitystoimintaa ja arvopaperipörssitoimintaa tulee harjoittaa erillisissä yhteisöissä. Selvitystoimintaa koskevan erillisen osakepääomavaatimuksen, riskienhallintajärjestelmän ja muiden vaatimusten on katsottu parhaiten turvaavan selvitystoiminnan luotettavuuden.

Selvitystoimintaa ei edelleenkään tule pitää

ilman muuta pörssitoimintaan kuulumatoman toimintana, mutta ei myöskään siihen itsestäänselvästi liittyvänä toimintana. Selvitysyhteisöltä on kuitenkin edellytettävä tiiviitä yhteyksiä järjestelmään, jossa selvittävät kaupat tehdään. Kaupankäyntimenetely voi sisältää osan niistä toiminnoista, jotka 1 luvun 4 §:n 2 momentin mukaan kuuluvat selvitystoimintaan. Esimerkiksi automaattinen kaupanvahvistustoiminto kuuluu luontevasti kaupankäyntijärjestelmään. Kaupankäynti- ja selvitysjärjestelmän välisen toiminnallisen rajauksen tekeminen jätetään toimintaan osallistuvien tahojen vastuulle, eikä laissa pyritä osoittamaan tarkkaa tehtävänjakoa. Pörssi voi esimerkiksi hoitaa joi-takin selvitystoimintaan kuuluvia tehtäviä selvitysyhteisön puolesta 4 a luvun 5 §:n tarkoittamalla tavalla. Jos arvopaperipörssi haluaa itse järjestää säännellyn selvitysmenettelyn arvopapereille, tulee pörssin täyttää selvitysyhteisölle asetetut vaatimukset ja hakea selvitysyhteisön toimilupaa. Mikään ei myöskään estä arvopaperipörssiä hankkimasta selvitysyhteisön osakkeita.

Arvopaperipörssin ja selvitysyhteisön toimilupien erottaminen vastaa optiokauppalais-sa omaksuttua ratkaisua. Lain 2 luvun 2 §:n mukaan on toimilupa optiopörssitoimintaan ja optiokauppojen selvitystoimintaan haettava erikseen. Säännöksessä asetettu kymmenen miljoonan markan oman pääoman vaatimus koskee vain selvitystoimintaa harjoittavaa optioyhteisöä.

Pykälää ehdotetaan lisäksi muutettavaksi vastaamaan arvo-osuusjärjestelmästä annetun lain 7 §:ää, jonka mukaan arvopaperipörssin toimintaan voisi erityisestä syystä kuulua myös arvo-osuusrekisterin pitäminen. Esimerkiksi sellainen järjestelmä, jossa arvopaperipörssi toimii selvitysosapuolena, saattaa vaatia pörssiltä arvo-osuusrekisterin pitämistä. Lisäksi arvo-osuusrekisterin pitäminen sallitaan ehdotuksen mukaan myös selvitysyhteisölle ja optioyhteisölle. Arvo-osuusrekisterin pitämiseen arvopaperipörssin on hankittava arvo-osuusjärjestelmästä annetun lain mukainen toimilupa.

### 4 luku. **Arvopaperikauppa ja arvopaperin-välitys**

5 a §. *Arvopaperinvälittäjän toiminta.* Pykälässä säädetään välittäjän velvoitteista asiakkaitaan kohtaan selvitystoiminnassa sekä asiakkaan arvopaperien käyttämisestä



niin sanotussa arvopaperien lainaustoiminna.

Yksi sijoittajan suojan säilymisen perusedellytyksistä on, etteivät arvopaperinvälittäjän hallussa olevat asiakkaan varat sekaannu välittäjän omiin varoihin. Asiakasvarat eivät kuulu välittäjän konkurssipesään, eikä niitä voida ulosmitata välittäjän velasta. Näiden periaatteiden toteuttamiseksi on varojen erotelu tarpeen myös selvitystoiminnassa.

Arvopaperinvälittäjiä koskevaan 4 lukuun ehdotettavassa uudessa säännöksessä määrätään asiakasvarojen käsittelystä. Säännös ei koske pelkästään asiakasvarojen erottamista selvitystoiminnassa, vaan sitä sovelletaan kaikkeen arvopaperinvälittäjien harjoittamaan toimintaan.

Asiakasvarojen erottamisesta on tällä hetkellä säädetty nimenomaisesti sijoituspalveluyrityksistä annetun lain 52 §:ssä. Laki koskee vain sijoituspalveluyrityksiä. Arvopaperinvälittäjiä ovat arvopaperimarkkinalain 1 luvun 4 §:n 1 momentin mukaan kuitenkin myös talletuspankit, ulkomaisen luottolaitoksen Suomessa olevat sivukonttorit sekä arvopaperinvälityksen harjoittamiseen oikeutetut muut luottolaitokset. Kun nämä laitokset voivat ehdotettavan lain mukaan toimia selvitysosapuolina ja samalla hallita asiakasvaroja, on perusteltua, että varojen erottamisvelvollisuus ulotetaan koskemaan kaikkia arvopaperinvälittäjiä.

Pykälän 1 momentissa säädetään asiakasvarojen erottamisen yleisperiaatteista. Säännös vastaa pitkälti sijoituspalveluyrityksistä annetun lain 52 §:ää, kuitenkin siten, että ehdotettavan säännöksen soveltamisala on laajempi. Asiakasvarat koostuvat ehdotettavan säännöksen määritelmän mukaan asiakkaan rahavaroista ja muusta omaisuudesta. Silloin, kun arvopaperinvälittäjä pitää hallussaan asiakasvaroja, on huolellisesti varmistettava, etteivät varat sekoitu välittäjän omaisuuteen. Tämän vaatimus on myös sijoituspalveludirektiivin 10 artiklan mukainen. Erottelusta on huolehdittava niin varojen säilytyksessä, käsittelystä kuin selvityksessäkin. Lisäksi asiakasvarat on säilytettävä luotettavalla tavalla. Arvopaperinvälittäjän tulee siten säilyttää asiakkaan omaisuutta palon- ja murrenkestävissä tiloissa, kuten varmuusholvissa. Asiakkaan rahavarat talletetaan aikaisemman käytännön mukaisesti talletuspankkiin avattavalle asiakasvarojen tilille, jollei varojen muusta sijoittamisesta ole kirjallisesti sovittu. Varojen erottamisvelvol-

lisuutta täydentää arvo-osuustileistä annetun lain 16 §:ään ehdotettava muutos, jonka mukaan välittäjän ja asiakkaan arvo-osuuksia ei saa kirjata samalle kaupintatilille. Lisäksi asiakasvarojen erottamista vaaditaan uuden 4 a luvun 8 §:n mukaan selvitysosapuolelta.

Kun asiakasvarat eivät kuulu arvopaperinvälittäjän omaisuuteen, ei niitä myöskään vakiintuneen kirjanpitoavan mukaan ole tullut merkitä välittäjän omaan kirjanpitoon. Tämä on todettu nimenomaisesti sijoituspalveluyrityksistä annetun lain 52 §:ssä. Säännöstä täsmentää rahoitustarkastuksen sijoituspalveluyrityksille antama ohje asiakasvarojen erottamisesta (rahoitustarkastuksen ohje 203.3a, annettu 16.7.1996). Ohjeessa rahoitustarkastus on esittänyt tulkintansa niistä käytännön velvollisuuksista, joita sijoituspalveluyrityksille seuraa sijoituspalveluyrityksistä annetun lain 52 §:n säännöksestä. Ohjeen mukaan sijoituspalveluyritys on velvollinen avaamaan asiakkaiden rahavaroille sekki- tai niin sanotun avistatilin talletuspankissa tai ulkomaisen luottolaitoksen sivukonttorissa. Asiakasvarat tulee vastaanottaa ja tallettaa välittömästi tälle tilille, eikä varoja saa edes tilapäisesti siirtää sijoituspalveluyrityksen pankkitilille tai kassaan. Varat on säilytettävä asiakasvarojen tilillä, kunnes ne sijoitetaan muualle tai palautetaan asiakkaalle. Jos varoja annetaan sijoituspalveluyritykselle velaksi, on tästä laadittava kirjallinen sopimus. Asiakasvaroja ei ohjeen mukaan myöskään saa ilman asiakkaan suostumusta pantata sijoituspalveluyrityksen velasta. Rahoitustarkastus on lisäksi antanut arvopaperinvälittäjille ohjeen säilytys- ja sijoituspalveluista (rahoitustarkastuksen ohje 203.4, annettu 14.1.1994). Ohjeessa määritellään yhtäältä arvopaperien säilytyssovimuksen vähimmäissisältöä ja sopimukseen sisältyvien ehtojen kohtuullisuutta ja toisaalta sijoitussopimuksen vähimmäissisältöä ja ehtoja.

Rahoitustarkastuksen määräys sijoituspalveluyrityksen tilinpäätöksestä (rahoitustarkastuksen määräys 203.13, annettu 3.12.1996, voimassa 1.1.1997 lukien toistaiseksi) sääntelee muun muassa asiakasvarojen ja asiakkaan lukuun tehdyistä kaupoista johtuvien saamisten ja velkojen käsittelyä sijoituspalveluyrityksen tilinpäätöksessä. Määräyksen mukaan asiakasvarojen erottamisesta annetussa ohjeessa tarkoitettuja varoja ei merkitä sijoituspalveluyrityksen varoiksi yrityksen taseeseen. Taseeseen ei myöskään

lueta asiakkaan lukuun tehdystä arvopaperiostosta syntyvää asiakkaan maksuvelvollisuutta sijoituspalveluyritykselle tai asiakkaan lukuun tehdystä arvopaperimyynnistä syntyvää ostajan maksuvelvollisuutta sijoituspalveluyritykselle. Tällaisia vaateita on määräyksen mukaan seurattava yrityksen laskentajärjestelmässä jatkuvasti ja erikseen kunkin asiakkaan tai muun maksuvelvollisen osalta. Jos sijoituspalveluyritys sitä vastoin on tilitänyt omista varoistaan maksun myyjäasiakkaalle ennen kuin kaupan vastapuoli on maksanut sijoituspalveluyritykselle, kirjataan kauppahinta tilinpäätöksessä sijoituspalveluyrityksen myyntisaamiin. Vastaavat määräykset koskevat asiakkaan lukuun tehdyistä arvopaperikaupoista johtuvia velkoja.

Talletuspankkien perustehtävänä voidaan pitää asiakasvarojen luovuttamista omaan lukuun luotoiksi ja muuksi rahoitukseksi. Vain talletuspankit voivat ottaa vastaan yleisöltä takaisinmaksettavia varoja talletuksina. Vastaava oikeus voidaan antaa ulkomaisen luottolaitoksen Suomessa olevalle sivukonttorille. Talletukset kirjataan pankkien taseisiin vieraana pääomana. Kun asiakasvarojen tilien ylläpitäminen ei eroa muiden pankkitilien ylläpitämisestä, on tarpeen säätää talletuspankkeja ja edellä mainittuja ulkomaisten luottolaitosten sivukonttoreita koskeva poikkeus kirjanpidosta. Muiden arvopaperinvälittäjinä toimivien luottolaitosten sekä arvopaperinvälitysliikkeiden tulee pitää asiakkaan rahavarat erillään omasta kirjanpidostaan ja tilinpäätöksessä taseen ulkopuolella. Talletuspankkeja ja ulkomaisten luottolaitosten sivukonttoreita ei oikeuteta poikkeamaan muista säännöksessä asetetuista velvoitteista.

Pykälän 2 momentissa säädetään poikkeus arvopaperinvälittäjää koskevasta, 5 §:n 1 momentin mukaisesta edelleenpanttauskiellosta. Selvitystoiminnan turvaamiseksi on välttämätöntä, että selvitysyhteisön saamat vakuudet ovat päteviä. Kun vakuusveloitteet toisaalta johtuvat asiakkaan lukuun tehdystä kaupasta, on asianmukaista, että vakuutena voidaan käyttää kaupan kohteena olevia asiakkaan arvopapereita. Lain uuden 4 a luvun 11 §:ssä säädetään selvitysyhteisön ja selvitysosapuolten lakiin perustuvasta panttioikeudesta. Jotta arvopaperinvälittäjien tekemiä panttauksia ei voitaisi kiistää panttauskiellon nojalla, on lakiin sisällytettävä toimeksiannon toteuttamiseen liittyvä poikkeus kiellostä. Asiakkaan suojan ja hyvän arvopaperinvälitystavan kannalta on

asianmukaista, että välittäjä ottaa asiakkaiden kanssa tehtävien toimeksiantosopimusten ehtoihin maininnan kaupan toteuttamiseen liittyvistä panttioikeuksista. Lisäksi välittäjän on syytä omaaloitteisesti ilmoittaa asiakkaalle arvopaperien panttausmenettelystä selvitysyhteisön järjestämässä selvityksessä. Momentin mukainen panttausoikeus koskee vain asiakkaan arvopaperien luovuttamista selvitysyhteisölle ja selvitysosapuolelle siten, että arvopaperit panttautuvat uuden 4 a luvun 11 §:n mukaisesti legaalipantiksi. Luovutus voidaan tehdä ainoastaan asiakkaan omasta toimeksiannosta johtuvien velvoitteiden vakuudeksi. Asiakkaan arvopapereita ei edelleenkään saa ilman asiakkaan lupaa käyttää arvopaperinvälittäjän omien tai välittäjän muiden asiakkaiden kauppohen vakuutena tai muuten irrallaan asiakkaan toimeksiannosta.

Pykälän 3 momentti sisältää säännöksen asiakkaan arvopapereiden käyttämisestä arvopaperien lainaustoiminnassa, jota kuvataan yleisperustelujen nykytilan arviointia koskevassa jaksossa. Arvopaperinvälittäjien asiakkaat voivat hallita suuria määriä arvopapereita, jotka on tarkoitettu pitkäaikaisiksi sijoituksiksi. Tällaisten sijoitussalkkujen varaan voidaan perustaa arvopaperien lainaustoiminta. Sijoittajat voivat kasvattaa kiinteiden sijoitusten tuottoa luovuttamalla arvopapereitaan käytettäväksi arvopaperien lainaustoiminnassa. Toisaalta mahdollisuus lainata sellaisiakin arvopapereita, joita yleensä on vain rajoitetusti liikkeessä, parantaa markkinoiden likviditeettiä ja vähentää markkinahäiriöiden vaaraa.

Lainaussopimuksella tarkoitetaan säännöksessä sopimusta, jolla sijoittaja luovuttaa korvausta vastaan arvopapereita velaksi lainanottajalle. Lainanottaja puolestaan sitoutuu palauttamaan sovitun ajan kuluttua saman määrän vastaavia arvopapereita. Omistusoikeus arvopapereihin siirtyy sopimuksen perusteella lainanottajalle, joka voi luovuttaa arvopaperit edelleen. Lainanottajan ei siten välttämättä tarvitse palauttaa juuri niitä arvopapereita, jotka on alun perin lainattu. Arvopaperien lainaussopimusta voidaan verrata rahavelkasuhteeseen, jossa velallinen on velvollinen maksamaan velkojalle tietyn rahamäärän, muttei tiettyjä rahakappaleita. Arvopaperilainauksen velvoiteoikeudellisen luonteen kuvaamiseksi lainaussopimus määritellään säännöksessä sopimukseksi arvopaperien velaksiannosta. Tällaisessa tavaravel-

kasuhteessa velallinen eli lainanottaja saa luottoa tietyn suuruisena arvopaperimääränä. Velkakirjalakia edeltäneessä kauppakaaren 9 luvussa säänneltiin nimenomaisesti myös tavaravelkasuhteita. Luvun kumoamisen jälkeen voidaan tavaravelkasuhteisiin soveltaa analogisesti velkakirjalain tahdonvaltaisia tulkintasääntöjä. Esimerkiksi velkakirjalain 3 §:n maksupaikkasäännön (lukuunottamatta sen 2 momenttia) on katsottu soveltuvan sopimukseen, jolla arvopapereita annetaan velaksi. Kumotusta kauppakaaren 9 luvusta on oikeuskirjallisuudessa esitettyjen kannanottojen mukaan lisäksi jäänyt edelleenkin voimaan luvun 2 §:ssä esitetty oikeusperiaate, jonka mukaan velaksi annettu varallisuus on maksettava takaisin määräpäivänä lajiltaan samana, yhtä hyvänä ja täysimääräisenä. Periaate osoittaa, että velaksianto eroaa tavaran kaupasta ja vaihdosta.

Takaisinostosopimuksella puolestaan tarkoitetaan arvopaperien luovutussopimusta, jonka ehtojen mukaan luovutuksensaaja myy ja luovuttaja ostaa sovitun ajan kuluttua ja sovitusta hinnasta luovutusta vastaavan määrän samanlaisia arvopapereita. Takaisinostojärjestely sisältää siten kaksi vastakkaissuuntaista kauppaa. Kummassakin kaupassa omistusoikeus siirtyy osapuolten välillä. Kaupoissa maksetaan aito kauppahinta, ei pelkästään palkkiota arvopaperien luovuttamisesta.

Sekä lainaus- että takaisinostosopimuksessa rajoittamaton omistusoikeus arvopapereihin siirtyy luovuttajan ja luovutuksensaajan välillä. Tästä syystä luovutuksiin liittyvät kaikki ne oikeusvaikutukset, jotka on liitetty esimerkiksi arvopaperikaupan perusteella tapahtuvaan luovutukseen. Jos lainaus- tai takaisinostosopimuksen kohteena on arvo-osuuksia, vastakkaissuuntaiset luovutukset kirjataan tavanomaisesti luovuttajan ja luovutuksensaajan arvo-osuustileille. Arvopaperien lainausopimuksen lainaksiottajaa ja takaisinostosopimuksen ostajaa koskee siten esimerkiksi 6 luvun 6 §:n mukainen lunastusvelvollisuus, jos väliaikaisen luovutuksensaajan omistusosuus kasvaa säännöksessä tarkoitettujen kahden kolmasosan rajan yli. Lainaustoimintaan kuuluvalla sopimuksella saatetaan pyrkiä juuri siihen, että luovutuksensaaja voi väliaikaisesti käyttää osakkeeseen liittyviä hallinnoimisoikeuksia. Tästä syystä on luonnollista, että arvopaperiluovutuksen tavanomaiset vaikutukset liitetään myös lainaus- ja takaisinostosopimuksista

johtuviin luovutuksiin. Arvo-osuusmuotoisten osakkeiden lainaksiottajaa koskee siten sopimuksen voimassaoloaikana esimerkiksi osakeyhtiölain 3 a luku, joka edellyttää osakkeen luovutuksensaajan merkitsemistä julkiseen osakasluetteloon.

Lainaus- ja takaisinostosopimusten osapuolet voivat määrätä, kenelle arvopapereista sopimusaikana mahdollisesti kertyvä tuotto kuuluu. Usein sovitaan, että tuoton vastaanottaa arvopapereita hallussaan pitävä lainaksiottaja tai ostaja. Tämä joutuu kuitenkin korvaamaan tuoton sellaisenaan alkupeiräiselle omistajalle. Vaikka lainausopimus vastaakin oikeudellisesti velaksiantoa, nimitetään sopimusta laissa kansainvälisillä ja kotimaisilla markkinoilla vakiintuneen käytännön mukaisesti arvopaperien lainausopimukseksi (engl. *securities lending*, ruots. *värdepapperslån*). Lainaa ei siten tässä yhteydessä viitata kauppakaaren 11 luvussa tarkoitettuun vastikkeettomaan oikeustoimeen. Lisäksi voimassa olevan optiokauppalain 2 luvun 4 §:n 1 momentissa käytetään nimitystä lainausopimukset. Ehdotettavan säännöksen sisältämiin määritelmiin sisältyvät myös takaisinmyyntisopimukset eli käänteiset repo-sopimukset, koska oikeudellisesti takaisinostosopimus on väliaikaisen luovutuksensaajan kannalta takaisinmyyntisopimus. Lainaus- ja takaisinostosopimukset on määritelty myös markkinariskidirektiivin 2 artiklan 17 ja 18 kohdassa. Vaikka direktiivin määritelmät ovat suppeampia kuin ehdotettavat määritelmät, eivät määritelmät varsinaisesti ole ristiriitaisia. Ehdotettavilla säännöksillä ei pyritä rajaamaan sopimusten muotoa. Markkinariskidirektiivillä puolestaan pyritään edistämään riskienhallintaa säätämällä eri sopimustyyppien huomioonottamisesta sijoituspalveluyrityksen ja luottolaitoksen vakavaraisuuslaskennassa. Siten osaa ehdotettavassa säännöksessä tarkoitettua sopimuksista saattavat koskea markkinariskidirektiivistä johtuvat, Suomessa luottolaitostoiminnasta annetussa laissa ja sijoituspalveluyrityksistä annetussa laissa voimaan saatetut normit.

Lainaustoimintaa koskevalla säännöksellä pyritään edistämään arvopaperien lainaus- ja takaisinostosopimusten valvottuja, säänneltyjä, vakaita ja likvidejä markkinoita. Markkinoiden kehittymistä edesauttaa arvo-osuusjärjestelmä, koska arvo-osuudet ovat irtaimia lajiesineitä. Kuitenkin myös fyysisinä asiakirjoina liikkeeseen laskettuja arvopapereita

voidaan oikeuskirjallisuudessa esitettyjen kannanottojen mukaan luovuttaa pätevästi velaksi.

Arvopaperinvälittäjät ovat keskeisessä asemassa lainaustoiminnan kehittämisessä, koska ne voivat kanavoida sijoittajien lainatarjonnan markkinoille. Sijoittajan suojaa on kuitenkin tinkimättä ylläpidettävä myös lainaustoiminnassa. Panttaus- ja luovutuskielon säätämiseen 5 §:n 1 momentissa johti osaksi juuri se, että arvopaperinvälittäjät olivat 1980-luvulla luvatta lainanneet itselleen säilytyksessä olevia arvopapereita ja luovuttaneet niitä edelleen omaan lukuunsa. Välittäjä hyötyy tällaisesta tilanteesta, jos arvopaperien hinnat laskevat, koska luvatta luovutetut arvopaperit voidaan myöhemmin hankkia takaisin edullisesti. Jos arvopaperien hinnat vastoin välittäjän odotuksia kuitenkin nousevat, saattaa välittäjä kärsiä tappioita. Tappiot voivat kasvaa niin suuriksi, että ne vaarantavat välittäjän toimintakyvyn. Tällöin asiakas on menettänyt omistusoikeutensa arvopapereihin. Menettelyä on pidettävä hyvän tavan vastaisena ja täysin sopimattomana, koska se lisää asiakkaan riskiä kohtuuttomasti. Räikeimmissä tapauksissa tällainen toiminta voi täyttää jopa rikoslain 28 luvun kavallusrikoksen tunnusmerkistön.

Arvopaperien lainaus- ja takaisinostosopimuksessa on arvopaperit omistavan asiakkaan kannalta kysymys oikeustoimesta, jolla arvopapereihin kohdistuva esineoikeudellinen omistusoikeus vaihdetaan väliaikaisesti ja korvausta vastaan saamisoikeuteen. Sijoittajan asemaa voidaan lainaussopimuksessa suojata lainanottajalta vaadittavilla vakuuksilla niin kuin rahavelkasuhteessakin. Asiakkaan riski riippuu siten lainaksiottajan tai ostajan kyvystä täyttää toimitusvelvollisuutensa ja asiakasta turvaavista vakuuksista. Takaisinostosopimuksessa myyjäasiakasta turvaa puolestaan se, että asiakas saa käyttöönsä kauppahinnan sopimuksen voimassaoloajaksi. Toisaalta arvopaperien väliaikaista luovutuksensaajaa suojaaa omistusoikeus arvopapereihin. Järjestelyä käytetään usein rahoituksen hankkimisessa siten, että lyhytaikaista rahoitusta tarvitseva yhteisö myy arvopapereitaan rahoittajalle. Rahoittajan riski on takaisinostosopimuksessa pienempi kuin perinteisessä rahaluottosuhteessa. Siten yleensä myös myynti- ja ostohintojen erotus on tavallista luottokorkoa pienempi.

Vaikka arvopaperien lainaustoimintaa pyritään edistämään, on toimintaan liittyviltä

riskeiltä pystyttävä suojautumaan. Arvopaperimarkkinaalake koskevan hallituksen esityksen (HE 157/1988 vp.) mukaan arvopaperinvälittäjän yleiseen huolellisuusvelvollisuuteen kuuluu sen tarkastaminen, että asiakkaalla on myyntitoimeksiannon tarkoittamat arvopaperit ja että hän kykenee täyttämään mahdollisesti syntyvän arvopaperien toimitusvelvollisuuden säädetyssä määräajassa. Tällainen velvollisuus ehdotetaan uuden 4 a luvun 10 §:ssä asetettavaksi selvitysosapuolelle nimenomaisesti. Mahdollisuus ottaa markkinoilta velaksi arvopapereita parantaa välittäjän edellytyksiä vastata asiakkaan lukuun tekemästään arvopaperikaupasta komissiokaupan periaatteiden mukaisesti. Lainaus-toimintaa koskevilla ehdotuksilla ei kuitenkaan ole tarkoitus vähentää välittäjän huolellisuusvelvollisuutta tarkastaa asiakkaan suorituskykyä.

Ehdotettavan 4 a luvun 5 §:n mukaan selvitysyhteisö voi huolehtia vakioehtoisten lainaus- ja takaisinostosopimusten selvityksestä, jos sopimusten ehdot on hyväksytty rahoitustarkastuksessa. Lainaus-toiminnasta määrätään tällöin selvitysyhteisön säännöissä, jotka vahvistetaan asianomaisessa ministeriössä. Esimerkiksi lainaussopimuksissa tarpeellinen vakuushallinta voidaan järjestää keskitetysti selvitysyhteisössä. Siksi ehdotetaan, että arvopaperinvälittäjät voivat luovuttaa asiakkaan arvopapereita ensisijaisesti vain sellaisen lainaus- tai takaisinostosopimuksen täyttämiseksi, jonka ehdot rahoitustarkastus on hyväksynyt. Ehtojen hyväksymisenetelystä pyritään edistämään sopimusten vakioehtoistumista ja näin kehittämään sopimusten valvottuja, säänneltyjä, likvidejä ja vakaita markkinoita. Lisäksi tällöin edellytetään, että lainaus- ja takaisinostosopimus selvitetään selvitysyhteisössä. Säännellyn selvittämisen edistäminen johtuu tarpeesta suojata sijoittajaa lainaustoiminnassa. Lainkohtaa voidaan verrata 6 §:n 1 momentin vaatimukseen, jonka mukaan arvopaperinvälittäjän on lähtökohtaisesti hoidettava arvopapereita koskevat toimeksiantonsa arvopaperipörssin pörssilistalla tai muussa julkisessa kaupankäynnissä. Kun selvitysyhteisö osallistuu lainaustoimintaan ja määrittelee säännöissään lainaus- ja takaisinostosopimusten selvitysmenettelyn, ovat sijoittajan riskit pienempiä ja paremmin hallittavissa kuin sääntelemättömässä ja vailla vakioehto- ja harjoitettavassa lainaustoiminnassa. Säännöksellä ei kuitenkaan ole tarkoitus rajoittaa

sopimusvapautta tarpeettomasti. Tästä syystä ehdotetaan, että lainaus- ja takaisinostosopimus on tehtävä rahoitustarkastuksen vahvistamin ehdoin ja selvitettävä selvitysyhteisössä vain, jollei asiakkaan ja välittäjän välillä muuta ole erikseen sovittu. Esimerkiksi tukumarkkinoilla toimivat suuret sijoittajat voivat siten luovuttaa arvopapereitaan väliaikaisesti yksilöllisten ja erikseen selvitettävien sopimusten perusteella, ja arvopaperinvälittäjät voivat välittää näitä sopimuksia. Välittäjän on kuitenkin hyvän tavan mukaisesti selvitettävä asiakkaalle vakioehtoisen ja selvitysyhteisössä selvitettävän sopimuksen ja yksilöllisen lainaus- tai takaisinostosopimuksen väliset erot. Eroja saattaa liittyä esimerkiksi verotukseen, kuten esimerkiksi leimaverolain 47 b §:ään.

Markkinariskidirektiivin 8 artiklan 5 kohta koskee erityisesti lainaus- ja takaisinostosopimuksia. Artiklan mukaan sijoituspalveluja tarjoavat yritykset ja luottolaitokset on velvoitettava ilmoittamaan valvontaviranomaisille tapauksista, joissa lainaus- tai takaisinostosopimuksen vastapuoli laiminlyö sopimusvelvoitteitaan. Ilmoitusten avulla valvontaviranomaiset voivat jatkuvasti seurata sopimuksiin sisältyviä erityisiä riskejä.

Kun rahoitustarkastus harkitsee lainaus- tai takaisinostosopimusten ehtojen hyväksymistä, sen tulee tarkastella lainaus- ja takaisinostosopimuksia myös sijoittajan suojan kannalta. Sopimusten riskinjako ei saa olla arvopapereita lainaksi antavan sijoittajan kannalta kohtuuton. Hyväksymismenettelyllä voidaan lisäksi varmistaa esimerkiksi se, että lainaksiottajat velvoitetaan sopimuksissa antamaan riittävät vakuudet velvoitteidensa täyttämiseksi.

Lainaus- ja takaisinostosopimuksista on erotettava ne asiakkaan ja välittäjän väliset toimeksiantosopimukset, joiden perusteella asiakkaan arvopapereita voidaan antaa velaksi. Lainaus toimintaan osallistuminen edellyttää asianmukaisen kirjallisen toimeksiantosopimuksen laatimista. Ehdotettavan säännöksen mukaan sopimus asiakkaan arvopapereiden käyttämisestä lainaus- tai takaisinostosopimuksessa on tehtävä kirjallisesti. Sijoituspalveludirektiivin kansallisen voimaansaattamisen yhteydessä 4 luvun 5 §:n 2 momenttia muutettiin siten, että arvopaperinvälittäjä ilmoittaa arvopaperikaupan jälkeen asiakkaalleen, jos kaupan vastapuolena on arvopaperinvälittäjä itse. Arvopaperien lainaus toiminnassa edellyte-

tään välittäjän hankkivan sijoittajan suostumuksen kirjallisesti ja etukäteen. Tämä todetaan selvennyksen vuoksi myös ehdotetussa pykälässä.

Toimeksiantosopimukset ovat 4 luvun 2 §:ssä tarkoitettuja arvopaperinvälitystä koskevia sopimuksia, joissa ei saa käyttää hyvän tavan vastaisia tai asiakkaan kannalta kohtuuttomia ehtoja. Tämän säännöksen noudattamisen valvonta kuuluu niinkään rahoitustarkastukselle. Rahoitustarkastuksen on siten valvottava myös sitä, etteivät lainaus toimintaa koskevat vakioehtoiset toimeksiantosopimukset vaaranna sijoittajan suojaa. Lisäksi lainaus toimintaa koskee luvun 5 §:n 2 momentin säännös, joka rajoittaa arvopaperinvälittäjän mahdollisuuksia olla asiakkaan kanssa tehtävän kaupan vastapuolena. Tämän mukaisesti arvopaperinvälittäjä voi itse lainata asiakkaan arvopapereita vain asiakkaan suostumuksella.

Pykälässä säädetyt velvoitteet koskevat erilaisia yhteisöjä ja toimintaa monilla osamarkkinoilla. Sijoittajan suoja saattaa eri selvitysjärjestelmissä vaatia erilaisten käytäntöjen noudattamista. Tästä syystä kaikkia asiakasvarojen erottamisvelvollisuudesta tai arvopaperien panttautumisesta johtuvia yksityiskohtaisia toimenpiteitä ei ole tarkoituksenmukaista kirjoittaa lakiin.

Pykälän 4 momentiksi ehdotetaan nykyistä 1 momenttia täsmennettynä viittauksella tuoverolain 45 §:ään.

Jos selvitysjärjestelmässä yhdistetään arvopaperinvälittäjien velvoitteita, on välittäjien järjestettävä itsensä ja asiakkaidensa välillä sisäinen selvitys. Tästä syystä sijoittajan riskien luonne muuttuu yleisperustelujen nykytilan arviointia koskevassa jaksossa kuvatulla tavalla. Sijoittajien etu voidaan parhaiten turvata tällaisissa tilanteissa siten, että arvopaperimarkkinoiden toimintaa valvova viranomainen määrää sisäiselle selvitykselle yksityiskohtaiset säännöt. Siksi pykälän 5 momentissa ehdotetaan, että arvopaperimarkkinoita kohtaan tunnetun luottamuksen vahvistamiseksi rahoitustarkastus saa asiakasvarojen erottamiseen liittyvän määräyksen antovaltuuden. Määräyksiin voidaan sisällyttää sitovia sääntöjä esimerkiksi sisäisen selvityksen järjestämisestä ja seurannasta, asiakasvarojen tilin käytöstä sekä säilytystilojen turvallisuudesta. Lähtökohtana määräyksissä on pidettävä asiakkaan suojaamista mahdollisissa häiriötilanteissa niin, etteivät asiakkaan varat sekoitu välittäjän tai muiden



asiakkaiden varoihin asiakkaita vaarantavalla tavalla. Samoista syistä ehdotetaan, että rahoitustarkastus saa määrätä myös 2 momentin mukaisesta pantiksi luovuttamismenettelystä.

Edellä kuvatut rahoitustarkastuksen ohjeet asiakasvarojen erottamisesta sekä säilytys- ja sijoituspalveluista eivät sido välittömästi valvottavia yhteisöjä. Ne ovat viranomaisten määräyksiä ja ohjeita koskevista toimenpiteistä annetun lain (573/1989) 3 §:n 2 momentin tarkoittamia viranomaisen päättämiä yleisiä sääntöjä, jotka eivät ole velvoittavia. Määräykset puolestaan ovat saman säännöksen 1 momentin mukaisia viranomaisen päättämiä yleisiä sääntöjä, joita on velvoittavina noudatettava niissä tarkoitetuissa yksittäistapauksissa. Määräyksestä tulee käydä ilmi säännökset, joihin viranomaisen toimivalta norminantoon perustuu. Ehdotettavan 4 momentin mukaiset määräykset voivat sisältää esimerkiksi rahoitustarkastuksen voimassa olevissa ohjeissa asetettuja vaatimuksia, mutta vaatimusten sitovuus olisi nykyistä vahvempi.

Selvitysyhteisön säännöt muovaavat selvitysosapuolen aseman lisäksi myös asiakkaan asemaa selvitystoiminnassa. Siksi hyvään arvopaperinvälitystapaan kuuluu, että välittäjä ilmoittaa asiakkaalle olennaisimmat asiakkaan asemaan vaikuttavat sääntömääräykset selvitysyhteisön säännöissä. Välittäjän velvollisuudesta ilmoittaa selvitystoimintaan liittyvistä panttioikeuksista on jo mainittu edellä.

Lain 4 luvussa asetetut välittäjän yleiset velvoitteet asiakastaan kohtaan eivät rajoitu vain arvopaperien julkisessa kaupankäynnissä Suomessa tehtyyn kauppaan. Välittäjän on noudatettava säännöksiä myös silloin, kun kauppa tehdään asiakkaan lukuun esimerkiksi ulkomaisen arvopaperipörssin toimittamalla tietokonepääteellä. Vastaavasti myös selvitystoimintaa koskevat välittäjän velvollisuudet sitovat välittäjää silloin, kun kaupan selvitys toteutetaan ulkomailla.

#### 4 a luku. Selvitystoiminta

Arvopaperimarkkinalakiin ehdotetaan lisättäväksi uusi 4 a luku selvitystoiminnan harjoittamisesta. Lukuun sisältyy ensinnäkin selvitysyhteisön ja selvitysosapuolen toimintaa koskevia elinkeino-oikeudellisia säännöksiä. Selvitystoiminnan sääntely perustuu ehdotettavien säännösten mukaan pääasiassa

selvitysyhteisön itsesääntelyyn, jonka viranomaisen vahvistaa. Lisäksi luvussa määritellään viranomaisvaltuuksia ja viranomaisten toimivallan jakoa. Selvitystoiminnan helpottamiseksi ja toiminnan luotettavuuden lisäämiseksi säädetään selvitystoimintaan osallistuvien vastuusta. Edellytyksiä turvallisen ja tehokkaan selvitystoiminnan järjestämiseen parannetaan edelleen vahvistamalla laissa selvitysyhteisön ja selvitysosapuolen panttioikeus selvityksen kohteena oleviin arvopapereihin.

1 §. *Luvanvaraisuus.* Pykälän 1 momentissa säädetään selvitysyhteisön toiminta luvanvaraiseksi. Voimassa olevan lainsäädännön mukaan toimilupaa ei tarvita. Arvopaperikeskuksen toimintaa valvoo rahoitustarkastus, ja siten myös Suomen Arvopaperikeskus Oy:n harjoittamaa selvitystoimintaa on voitu valvoo.

Kun arvopaperiluovutusten käsittely keskitettiin Suomen Arvopaperikeskus Oy:öön, keskittyivät myös käsittelyyn liittyvät riskit. Selvitystoiminta sisältää riskejä, vaikka selvitysyhteisö ei ottaisiakaan vastuuta selvittämistään arvopaperiluovutuksista. Puutteellisesti järjestetty selvitystoiminta saattaa aiheuttaa häiriöitä koko rahoitusmarkkinoilla. Arvopaperimarkkinoiden luotettavuus vaatii, että arvopaperiluovutukset toteutetaan asianmukaisissa ja turvallisissa puitteissa. Viranomaisen tulee siksi voida arvioida toiminnan perusteita ja toimintaa harjoittavia yhteisöjä etukäteen. Tästä syystä ehdotetaan, että toimintaa ammattimaisesti ja säännöllisesti harjoittavan yhteisön tulee hankkia toimintaa varten viranomaisen lupa. Lupaviranomaiseksi ehdotetaan asianomaista ministeriötä, joka myöntää arvopaperimarkkinalain mukaan myös arvopaperipörssin ja optikauppalain mukaan optioyhteisön toimiluvan. Ehdotus noudattaa siten rahoitusmarkkinoiden muuta lainsäädäntöä.

Ehdotettavan säännöksen mukaan lupa tarvitaan selvitysyhteisön toiminnan harjoittamiseen, ei sen sijaan yhteisön perustamiseen. Toiminnan harjoittaminen luvatta ehdotetaan 8 luvun 2 a §:ssä rangaistavaksi, joten selvitysyhteisön on hankittava lupa ennen selvitystoiminnan aloittamista. Toimilupavaatimus ja rangaistusuhka määräytyvät lain 1 lukuun ehdotetuista selvitystoiminnan ja selvitysyhteisön määritelmistä. Jos jokin yhteisö harjoittaisi 1 luvun 4 §:n 2 momentissa tarkoitettua selvitysyhteisön toimintaa ilman toimilupaa, voitaisiin toiminnasta vas-



tuussa olevat henkilöt tuomita rangaistukseen.

Koska selvitystoiminnan harjoittamiseen ei aikaisemmin ole vaadittu erillistä lupaa, on myös tällä hetkellä selvitystoimintaa harjoittavan Suomen Arvopaperikeskus Oy:n haettava toimilupa ehdotettavan lain mukaisesti. Samalla yhtiön tulee saada vahvistus laatimilleen säännöille, ja siltä edellytetään tällöin niiden vaatimusten täyttämistä, jotka ehdotettavassa laissa ja sen nojalla annettavissa säännöksissä ja määräyksissä asetetaan.

Luonnollisesti vain Suomessa harjoitettava selvitystoiminta voidaan säätää luvanvaraiseksi. Automaattisen tietojenkäsittelyn kehityksen takia saattaa kuitenkin olla vaikea arvioida, missä selvitystoimintaa itse asiassa harjoitetaan. Vastaavanlainen ongelma voi syntyä myös arvopaperipörssi-toiminnassa. Lupa arvopaperipörssi-toimintaan tarvitaan silloin, kun automaattisen tietojenkäsittelyn avulla ylläpidettävän kaupankäyntijärjestelmän kaupan päättämiseen rinnastuvat tietoverkko-osat sijaitsevat Suomessa olevassa yksikössä. Jos Suomessa sijaitsevat vain pääteyhteydet, ei kyse ole Suomessa harjoitettavasta arvopaperipörssi-toiminnasta. Tällainen jako on perusteltu myös selvitystoiminnan luvanvaraisuuden arvioinnissa. Ehdotettavan lain mukainen toimilupa tarvitaan siten sellaiseen selvitystoimintaan, jonka harjoittamisessa käytettävän tietojärjestelmän keskeiset osat sijaitsevat Suomessa. Suomea velvoittavien kansainvälisten sopimusten mukaan ei voida estää sitä, että suomalaiset yhteisöt osallistuvat selvitystoimintaan ulkomailla esimerkiksi hankkimalla ulkomaisen selvitysyhteisön toimittamia tietojärjestelmän päätteitä.

Selvitykseen on yleisesti sovellettava samaa lakia, jota sovelletaan arvopaperikauppaan. Ehdotettavien säännösten mukaisesti selvittävään arvopaperikauppaan sovelletaan lähtökohtaisesti Suomen lakia. Kansainvälisluontoiseen irtainten esineiden kauppaan sovellettavasta laista annetun lain (387/1964) 3 §:n mukaan ostaja ja myyjä voivat kuitenkin pätevästi sopia, minkä maan lakia kauppaan sovelletaan. Laki koskee myös arvopaperikauppoja, mutta sitä ei sovelleta elinkeinonharjoittajan ja kuluttajan väliseen kauppaan. Lain 4 §:n 3 momentti sisältää pörssi-toimintaa koskevan erityisen tulkintasäännön. Lainkohdan mukaan siinä tapauksessa, että kauppa tapahtuu pörssissä tai huuto-kaupassa, sovelletaan pörssin tai huuto-

kaupan sijaintimaan lakia. Julkisessa kaupankäynnissä päätettävien arvopaperikauppojen osapuolet ovat poikkeuksetta elinkeinonharjoittajia. Osapuolten välisissä sopimuksissa ja itsesääntelyssä voidaan siten määrätä sovellettavasta laista. Jollei erityisesti muuta ole sovittu, sovelletaan arvopaperipörssin sijaintipaikan lakia. Näitä lainvalintasääntöjä ei ole tarkoitus syrjäyttää ehdotettavilla säännöksillä. Suomalainen selvitysyhteisö voi tarjota selvityspalveluja toiseen Euroopan unionin jäsenvaltioon sijoituspalveludirektiivin ja muiden kansainvälisten veloitteiden mukaisesti. Tällöin selvitettäviin kauppoihin sovelletaan lähtökohtaisesti kohdemaan lakia. Selvitysyhteisöllä on oltava riittävä asiantuntemus vieraan oikeusjärjestyksen sisällöstä, jotta liittymä kohdemaan ei aiheuta kotimaan selvitystoimintaa vaarantavia riskejä. Toimilupaharkintaan osallistuvien viranomaisten on tästä syystä luvun 2 §:n mukaisesti tarkoin arvioitava, täyttääkö hakijan suunnittelema toiminta luotettavuusvaatimukset, jos yhteisö on suunnitellut selvittävänsä muitakin kuin Suomessa tehtäviä ja Suomen lain mukaisia arvopaperikauppoja.

Pykälän 2 momentissa todetaan selvyiden vuoksi, että vakioitujen johdannaisopimusten selvityksestä säädetään optiokauppalaisa. Vakioidut johdannaisopimukset eivät ole arvopapereita, eivätkä ne kuulu arvopaperimarkkinajain soveltamisalaan. Optiokauppalaan johdannaisopimusten selvitystä koskevia säännöksiä ei tässä yhteydessä esitetä täsmennettäväksi. Luvun 5 §:ssä ehdotetaan, että selvitysyhteisö voi harjoittaa myös optioyhteisön toimintaa hankkimalla optiokauppalaan mukaisen toimiluvan.

Optiokauppalaan 2 luvun 1 §:n ja 2 §:n 2 momentin mukaan optiokauppojen selvitystoimintaan vaaditaan erillinen toimilupa. Lain 1 luvun 2 §:n 4 kohdassa ja 3 luvun 4 §:ssä säädetään johdannaismarkkinoille ominaisesta selvitysmenettelystä, jossa optiokaupan selvittävänä antamisesta seuraa optioyhteisön vastavuoroinen sopimussuhde kumpaankin kaupan osapuoleen. Luvanvaraisuusvaatimus ei näiden säännösten mukaan rajoitu vain vakioitujen johdannaisopimusten selvittämiseen. Optioyhteisö saa tosin optiokauppalaan 3 luvun 5 §:n 1 momentin (741/1993) mukaan hyväksyä selvitykseen vain sellaisen johdannaisopimuksen, jonka välittäjä tai markkinatakaaja on luottanut selvittäväksi ja joka perustuu sa-

massa optioyhteisössä tai jossain toisessa optioyhteisössä tehtyyn optiokauppaan. Lisäksi optioyhteisö voi rahoitustarkastuksen määräämin ehdoin hyväksyä selvitykseen vakioidun option ja termiinin, jonka ulkomainen optioyhteisö on antanut selvitetäväksi. Muita kuin vakioituja johdannaissopimuksia saa lain 1 luvun 1 §:n 2 momentin mukaan tarjota vain elinkeinonharjoittajille. Rajauksella on tarkoitettu lähinnä johdannaissopimusten OTC-markkinoita, joilla kaupat selvitetään kahdenvälisesti palvelua tarjoavan luottolaitoksen ja tämän asiakkaan kesken. Kahdenvälisen johdannaissopimuksen osapuolet arvioivat itse toistensa luottokelpoisuuden, eikä riskinjako tällaisessa sopimussuhteessa muutu sillä tavoin kuin optiokauppalaan mukaisessa selvityksessä. Jos muiden kuin vakioitujen johdannaissopimusten selvitystä kuitenkin ryhdytään harjoittamaan osapuolista erillisessä selvitysyhteisössä, on toimintaan hankittava optiokauppalaan mukainen toimilupa. Tällöin johdannaissopimukset on lain muun sääntelyn mukaisesti vakioitava. Tällä hetkellä optiokauppalaan tarkoittama johdannaissopimus voi syntyä vain huutokaupassa tai siihen rinnastuvassa menettelyssä annettujen osto- ja myyntitarjosten perusteella. Kaupat voidaan selvittää optioyhteisössä, jos ne täyttävät optiokauppalaissa asetetut vaatimukset. Arvopaperimarkkinain 3 luvun 13 §:n 2 momentin mukaan muiden kuin vakioitujen johdannaissopimusten kaupankäynnistä voidaan määrätä muuta julkista kaupankäyntiä koskevissa säännöissä. Tässä esityksessä ei ole katsottu tarpeelliseksi ehdottaa erityisiä säännöksiä muiden kuin vakioitujen johdannaissopimusten selvityksestä. Optiokauppalaan 3 luvun 5 §:n 1 momentti voidaan myöhemmin laajentaa koskemaan myös muiden kuin vakioitujen johdannaissopimusten selvitystä. Se, että johdannaissopimusten selvitykseen liittyvät kysymykset ratkaistaan optiokauppalaissa, vastaa arvopaperimarkkinoille ja markkinoita koskevalle lainsäädännölle luontevaa jakoa, jossa erotellaan arvopaperimarkkinat ja johdannaismarkkinat toisistaan.

Markkinoiden kehittyessä saatetaan joutua tilanteeseen, jossa johdannaismarkkinoiden ja arvopaperimarkkinoiden selvitystoimintoja on syytä yhdistää yhteen selvitysyhteisöön. Arvopaperipörssin, selvitysyhteisön ja optioyhteisön mahdollisuudet harjoittaa toistensa toimintaa on ehdotuksessa pyritty laatimaan yhdenmukaisiksi, jotta toiminnan järjestämi-

sessä voidaan omaksua mahdollisimman tehokkaita ja tarkoituksenmukaisia ratkaisuja. Yhteisöjen toiminnasta johtuvat vaatimukset kuitenkin eroavat toisistaan siten, että on perusteltua vaatia kunkin yhteisön toiminnan harjoittamiseen erillinen toimilupa.

2 §. *Toimilupa.* Pykälässä säädetään selvitysyhteisön toimiluvan edellytyksistä ja luvan hakumenettelystä. Pykälän 1 momentissa asetetut vaatimukset vastaavat niitä vaatimuksia, joita on asetettu muille rahoitusmarkkinoilla toimiville yhteisöille.

Selvitysyhteisön toimilupa on 1 momentin mukaan myönnettävä suomalaiselle osakeyhtiölle, joka täyttää pykälässä asetetut vaatimukset, jollei selvitysyhteisön toiminnan aloittamista voida pitää yleisen edun vastaisena. Yhteisömuodon rajauksen perusteita on selvitetty edellä 1 luvun 4 §:n 2 momentin perusteluissa.

Selvitysyhteisön on oltava suomalainen eli Suomessa rekisteröity yhtiö. Kotipaikkavaatimuksella varmistetaan, että kotimaiset viranomaiset voivat riittävästi valvoa yhteisöä. Selvitysyhteisön toimintaa ei ole yhdenmukaistettu Euroopan unionin lainsäädännössä. Yhteisöä eivät siten koske esimerkiksi yhden toimiluvan tai kotivaltiovalvonnan periaatteet. Suomeen rekisteröitymisen vaatimus ja toimiluvan edellyttäminen eivät poikkea Euroopan talousaluetta koskevasta sopimuksesta tai Euroopan unionin lainsäädännöstä. Myöskään muut kansainväliset sopimukset eivät estä sitä, että Suomessa edellytetään valvonnallisilla perusteilla selvitysyhteisöiltä kotimaisuutta. Kun ulkomaalaisia koskevat omistusrajoitukset on purettu, voivat ulkomaiset yhteisöt joka tapauksessa hankkia ja omistaa suomalaisen selvitysyhteisön osakkeita.

Selvitysyhteisöltä edellytetään, että yhteisön taloudelliset toimintaedellytykset on riittävästi turvattu. Tämä vaatimus on suhteutettava yhteisön selvitystoiminnan luonteeseen. Yhteisön on pystyttävä hankkimaan korkealuokkaista tietotekniikkaa ja pätevää henkilökuntaa, jotta se voi huolehtia selvitystoiminnasta uskottavasti ja luotettavasti. Lisäksi yhteisön on voitava taata selvitystoiminnan turvallisuus koko toiminta-aikana. Selvitysyhteisön toiminnan luotettavuuden turvaavat ensisijaisesti selvitysosapuolilta 4 a luvun 7 §:n mukaisesti vaadittavat vaakuudet. Yhteisön vakavaraisuus voi tilapäisesti heikentyä esimerkiksi silloin, kun yhteisö joutuu rahoittamaan maksukyvyttömän

selvitysosapuolen velvoitteita vakuuksien rahaksi muuttamisen ajaksi. Päivittäin selvitetävien kauppojen arvo saattaa ylittää moninkertaisesti yhteisön taseen tai omien pääomien arvon. Siksi ei ole syytä määrittellä laissa täsmällistä vakavaraisuusvaatimusta selvitysyhteisölle. Huomattavasti tärkeämpää on varmistaa se, että selvitysyhteisöllä on selkeä suunnitelma rahoituksen varmistamiseksi häiriötilanteissa. Jotta selvitysyhteisön toiminta voi jatkua selvitysosapuolen suorituskyvyttömyydestä huolimatta, on yhteisön myös huolehdittava siitä, että suorituskyvyttömyydestä mahdollisesti aiheutuva tappio katetaan.

Selvitysyhteisön maksuvalmius ja rahoituksen riittävyys tulee varmistaa riittäville etukäteisjärjestelyillä. Maksuvalmiuden turvaamisesta on 3 momentin mukaan annettava riittävä selvitys. Jossakin tapauksessa saattaa selvitystoiminnan luotettavuus edellyttää keskuspankin sitoutumista selvitysyhteisön maksuvalmiuden ylläpitämiseen. Tällainen selkeä sitoutumus on annettava etukäteen. Suomen Pankki voi luonnollisesti päättää itse, mille selvitysyhteisöille ja millä ehdoilla maksuvalmius- tai rahoitustuki annetaan. Ehdotuksella ei aseteta keskuspankille tai mahdollisille muille selvitysyhteisön maksuvalmiuden turvaamiseen kykeneville tahoille uusia tehtäviä tai velvollisuuksia. Suomen Pankki on jo tällä hetkellä osittain sitoutunut turvaamaan Suomen Arvopaperikeskus Oy:n maksuvalmiuden. Lakiehdotuksen toteutuessa tämäntyyppisiä järjestelyjä voidaan luontevasti jatkaa.

Tappioihin voidaan varautua esimerkiksi tappionjakosopimuksella tai vakuutuksilla. Tällaisista selvitystoimintaa turvaavista keinoista ehdotetaan säädettäväksi 4 a luvun 7 §:ssä.

Ehdotettavan 1 momentin säännöksen mukaan selvitysyhteisön toiminnassa noudatettavien sääntöjen tulee tarjota riittävä suoja sijoittajille ja selvitysosapuolille. Samantapainen vaatimus on asetettu arvopaperipörsseille 3 luvun 2 §:n 1 momentissa ja optioyhteisölle optiokauppalain 2 luvun 2 §:n 1 momentissa. Vaatimus johtuu selvitysyhteisön ratkaisevasta asemasta sijoittajien ja selvitysosapuolten riskienhallinnassa. Selvitysyhteisön on toimittava ehdottoman puolueettomasti. Selvitysosapuolten suoja mainitaan säännöksessä sen takia, että osapuolet joutuvat hyväksymään selvitysyhteisön laatimat vakioehtoiset sopimukset ja säännöt muutta-

mattomina. Yhteisön sääntöihin ei saa sisällyttää epäselviä määräyksiä, joilla yhteisö siirtää itselleen kuuluvaa vastuuta selvitysosapuolille. Arvopaperimarkkinoiden luotettavuus edellyttää, että vastuunjako selvitystoiminnassa järjestetään mahdollisimman yksiselitteiseksi. Jos selvitysyhteisön säännöt eivät jostain syystä enää tarjoa riittävää suojaa sijoittajille ja selvitysosapuolille, voivat viranomaiset turvautua 3 §:n mukaisesti poikkeustoimenpiteisiin.

Selvitystoiminnan korostetun luotettavuusvaatimuksen takia tulee selvitysyhteisön toimilupaa hakevan yhteisön osoittaa, ettei yhteisön omistus pohja tai hallinto vaaranna yhteisön toimintaa. Selvitystoiminnan turvallinen harjoittaminen vaatii korkeatasoista asiantuntemusta arvopaperikaupasta ja sen oikeudellisista kysymyksistä. Selvitysyhteisö ei toiminnassaan saa toimia riskihakuisesti tai tinkiä turvallisuudesta markkinaosuuksien kasvattamiseksi. Ehdotettavassa säännöksessä vaaditaan, että toimiluvan hakijan ja viranomaisen itse hankkima selvitys yhteisön suunnitteleman toiminnan järjestämisestä riittää vakuuttamaan viranomaiset toiminnan luotettavuudesta. Erityistä huomiota on säännöksen mukaan kiinnitettävä siihen, että selvitysyhteisöä voidaan arvioida johdettavan järkevien ja vakaiden liiketapaperiaatteiden mukaan (engl. *sound and prudential management*). Tämä sanonta vastaa sijoituspalveluyrityksistä annetun lain 9 §:n 3 momentissa käytettyä ilmaisua luottolaitoksen toimiluvan edellytyksistä. Lainkohdan sanamuoto puolestaan viittaa toisen pankkidirektiivin 5 artiklaan ja sijoituspalveludirektiivin 9 artiklaan, jotka koskevat niin sanottua luottolaitoksen ja sijoituspalveluyrityksen omistajakontrollia.

Useissa kansainvälisissä suosituksissa esitetään, että selvitystoiminta tulisi keskittää eri maissa yhteen kansalliseen keskuksen. Selvitystoiminnan tehokkuuden vuoksi on mahdollisuus kilpailuun kuitenkin säilytettävä lain tasolla. Näin selvitysyhteisö ei voi jättää asiakkaidensa vaatimuksia täysin huomiotta. Yksikään selvitysyhteisö ei siksi saa lakiin perustuvaa monopoliasemaa edes tietyn osamarkkinan selvitykseen. Selvitystoiminnan keskittämisellä saavutettavat tehokkuusedut ja selvitystoiminnan edellyttämät taloudelliset panokset saattavat luonnollisesti vähentää halukkuutta alalle pyrkimiseen. Jos kilpailua syntyy, tulee viranomaisten tarkoin valvoa, etteivät kilpailevat yhteisöt käytä

kilpailussa yleisen edun vastaisia keinoja. Yhteisöt eivät siten saa tinkiä esimerkiksi tietokonekapasiteetista tai vakuusvaatimuksesta, jotta ne voisivat houkutellessa edullisemmillä hinnoilla selvitysapuolia siirtymään järjestelmiinsä. Myöskään itsesääntelyn lievyys ei ole asianmukainen kilpailukeino. Selvitys yhteisöjen toimintaa koskeva laajasti sovellettava laki kilpailunrajoituksista (480/1992), jonka perusteella kilpailuvirasto voi puuttua monopolihinnoitteluun, kartelli-käyttäytymiseen, toiminnan kustannukset allittavaan hinnoitteluun tai muihin kilpailun kannalta vahingollisia vaikutuksia aiheuttaviin menettelytapoihin.

Lupaa ei tule myöntää yhteisölle, jonka toiminta saattaa vaarantaa arvopaperimarkkinoiden vakaata toimintaa. Uuden toimiluvan myöntämisestä tehtävä ratkaisu koskee aina myös kansantalouden ja arvopaperimarkkinoiden kehityksen kannalta turvallista, luotettavaa ja tarkoituksenmukaista markkinarakennetta. Yhden selvitys yhteisön toimintaan liittyvät epäkohdat voivat vaarantaa muiden selvitys yhteisöjen nauttiman luottamuksen ja sitä kautta koko arvopaperimarkkinoiden kehityksen. Näistä syistä luvan myöntämisen lisäedellytykseksi ehdotetaan sitä, ettei selvitys yhteisön toiminnan aloittamista voida pitää yleisen edun vastaisena. Viranomaiset eivät kuitenkaan saa asiattomilla perusteilla rajoittaa kilpailua selvitystoiminnassa. Vastaava edellytys koskee 3 luvun 2 §:n 1 momentin mukaan arvopaperipörssiä ja optiokauppalaain 2 luvun 2 §:n 1 momentin mukaan optioyhteisöä.

Lainsäädännön tulee jo lähtökohtaisesti estää se, että selvitystoimintaa pyrkivät harjoittamaan vastuun kantamiseen kyvyttömät yhteisöt. Vain riittävän varallisuuden omaavat yhteisöt voivat harjoittaa selvitystoimintaa pitkäjänteisesti ja uskottavasti. Tästä syystä selvitys yhteisölle asetetaan ehdotettavan pykälän 2 momentissa erityinen oman pääoman vaatimus. Selvitys yhteisön toimintaympäristön riskejä ja toimintaedellytysten turvaamisen tarvetta voidaan verrata luottolaitoksen toimintaan. Luottolaitokselta vaaditaan luottolaitostoiminnasta annetun lain 13 §:n mukaan viittä miljoonaa eua vastaavan markkamäärän suuruisia perustamispääomaa. Vaatimus perustuu toisen pankkidirektiivin 4 artiklaan. Luottolaitoksen pääoman on kuitenkin aina oltava vähintään 30 miljoonaa markkaa. Optiokauppojen selvitystä harjoittavan optioyhteisön osake- tai

osuuksipääoman edellytetään olevan vähintään 10 miljoonaa markkaa. Arvopaperikaupan selvitystoimintaa harjoittavan yhteisön toiminta on markkinoiden kokoerojen vuoksi todennäköisesti laajempaa kuin optioyhteisön, vaikka selvitys yhteisö keskittyisi vain yhdelle osamarkkinalle. Ulkomaiset osapuolet saattaisivat kiinnittää huomiota selvitys yhteisöön, joka aloittaa toimintansa pienellä perustamispääomalla. Toisaalta ei ole perusteita vaatia selvitys yhteisöltä suurempaa osakepääomaa kuin luottolaitoksilta, joiden perustamispääoma on määritelty toisessa pankkidirektiivissä. Siksi edellytetään, että yhteisön täysin maksettu osakepääoma on vähintään 30 miljoonaa markkaa. Vaatimus ei estä pääoman sijoittamista yhtiöön apportiksi. Euroopan talousaluetta koskevas- ta sopimuksesta johtuneet muutokset osakeyhtiölakiin ovat kiristäneet apporttiomaisuuden arvostusperusteita niin, että vaara osakepääomavaatimuksen kiertämisestä apporttijärjestelyillä vähenee.

Selvitys yhteisön osakepääoman tulee säilyä koko toiminta-aikana säännöksen edellyttämällä tasolla. Vähimmäispääoma on välttämätön selvitystoiminnan edellyttämän tietojenkäsittely-, vakuus- ja vastuujärjestelmän luomista varten. Koska 30 miljoonan markan pääomavaatimuksen on tarkoitus turvata nimenomaisesti selvitystoiminnan jatkumista, on selvitys yhteisön täytettävä vaatimus erikseen ja riippumatta niistä vaatimuksista, joita yhteisön on muun lainsäädännön mukaan täytettävä. Jos yhteisöllä on esimerkiksi sekä selvitys yhteisön että selvitystoimintaa harjoittavan optioyhteisön toimilupa, tulee yhteisön täyttää erikseen kummankin yhteisön pääomavaatimus.

Hakemusmenettelystä säädetään pykälän 3 momentissa. Sen mukaan hakijan on liitettävä hakemukseen selvitys selvitystoiminnan järjestämisestä, riskienhallintajärjestelmästä sekä selvitys yhteisön maksuvalmiuden turvaamisesta. Nämä selvitykset tarvitaan, jotta viranomaiset voivat arvioida suunnitellun toiminnan luotettavuutta ja tehokkuutta. Selvitysten tulee sisältää yksityiskohtaiset eritelyt toiminnan kannalta keskeisistä seikoista, kuten tieto- ja tietoliikennejärjestelmistä. Toimilupaa hakiessaan on yhteisön esitettävä myös kattava varautumissuunnitelma. Suunnitelmassa pitää selvittää, miten selvitys yhteisön toiminta järjestetään esimerkiksi atk- ja tietoliikennehäiriöissä. Lisäksi yhteisön on varauduttava siihen, että selvitystä joudutaan

siirtämään. Riskienhallintaselvityksestä puolestaan tulee ainakin käydä ilmi, miten selvitystoiminnassa varaudutaan epätavallisiin tapahtumiin. Selvityksessä on esitettävä, miten selvitysyhteisön luottotappioita ja maksuvalmiusongelmia rajoitetaan siinä tapauksessa, että yksi merkittävä selvitysosapuoli ei pysty täyttämään velvollisuuksiaan. Tällainen suositus kuuluu Kansainvälisen järjestelypankin (BIS) niin sanotussa Lamfalussy-raportissa asetettuihin, kansainvälisten maksujen nettoselvitysjärjestelmiä koskeviin vähimmäisvaatimuksiin. Lisäksi riskienhallintaselvityksessä tulee esittää, millä tavalla yhteisön toiminnassa erotetaan eri toimintojen riskit silloin, kun yhteisö harjoittaa samanaikaisesti esimerkiksi selvitysyhteisön ja optioyhteisön toimintaa.

Selvitysyhteisön on lisäksi pyrittävä siihen, että selvitys voidaan toteuttaa määritetyssä selvityssajassa häiriöistä huolimatta. Yhteisön tulee jatkuvasti valvoa selvitysosapuolten avoimia riskejä selvitysjärjestelmässä sekä osapuolten taloudellista tilannetta muutenkin. Yhteisön organisaation, päätöksentekojärjestelmien ja varautumisjärjestelmien tulee olla tarkoituksenmukaiset myös riskienhallinnan kannalta. Kaikista näistä seikoista esitetään selvitys riskienhallintaselvityksessä. Selvitysten laatimisesta vastaa hakijayhtiön toimiva johto, jonka on näin sitouduttava riskien huomioon ottamiseen kaikessa toiminnassa. Ehdotettavan 12 §:n mukaan asianomainen ministeriö voi antaa tarkempia määräyksiä toimilupahakemuksen ja siihen liitettävien selvityksien laatimisesta ja sisällöstä.

Asianomaiselle ministeriölle annetaan oikeus selvittää hakemukseen liittyviä, erityisasiantuntemusta vaativia kysymyksiä ministeriön ja valvontaviranomaisten ulkopuolisilla asiantuntijoilla. Selvitykset lisäävät toiminnan luotettavuutta. Asiantuntemusta saattaa vaatia esimerkiksi taloudellisten toimintaedellytysten tai tietojärjestelmän arviointi. Selvitystä tarvitaan lisäksi todennäköisesti ainakin silloin, kun selvitystoiminnalla on yhteyksiä ulkomaihin ja ulkomaisiin oikeusjärjestyksiin. Hakijayhteisö vastaa erityisselvitysten aiheuttamista kustannuksista. Ennen selvityksen hankkimista on asianomaisen ministeriön luonnollisesti tiedusteltava, haluaako hakija selvityksestä johtuvista lisäkustannuksista huolimatta edelleen pitää vireillä hakemusta.

Selvitysyhteisön toiminnan luotettavuutta

ja tehokkuutta on voitava arvioida riittävän laajasti. Yhteisön toiminnalla on suuri merkitys koko arvopaperimarkkinoiden kehityksen kannalta. Näistä syistä ehdotetaan, että toimilupahakemuksesta pyydetään Suomen Pankin ja rahoitustarkastuksen lausunnot. Selvitysyhteisöltä edellytetään tiiviitä yhteyksiä maksujenvälitysjärjestelmään, jonka edistäminen ja helpottaminen on keskuspankin tehtävä. Selvitystoimintaan osallistuvat yhteisöt puolestaan ovat rahoitustarkastuksen valvonnassa. Jos hakijan suunnittelemalla toiminnalla on yhtymäkohtia arvo-osuusjärjestelmään, on lausunto tarvittaessa pyydetävä järjestelmän valvonnasta ja kehittämisestä vastuussa olevalta arvopaperikeskuksesta. Vaikka vain osa hakijayhteisön toiminnasta sivuasi arvo-osuuksien selvitystä, on arvopaperikeskuksen tarvittaessa voitava lausua myös toiminnan kokonaisuudesta. Lausuntopyyntömenettely ei saa tarpeettomasti hidastaa toimilupahakemuksen käsittelyä. Siksi asianomaiselle ministeriölle asetetaan vain velvollisuus pyytää säännöksessä mainittujen viranomaisten lausuntoja. Jolleivät nämä ministeriön määrittelemässä ajassa lausu hakemuksesta, voi ministeriö tehdä päätöksen ilman lausuntojakin. Lausuntojen saaminen ei siten ole toimiluvan myöntämisen edellytys. Toimilupahakemusta käsittelevän viranomaisen on yleisten hallintoa koskevien periaatteiden mukaan ratkaistava asia viivyttämättä, mutta vasta riittävän selvityksen saatuaan. Tästä syystä ei ole katsottu tarpeelliseksi asettaa erityistä määräaikaa päätöksenteolle.

Pykälän 4 momentin mukaan asianomainen ministeriö voi asettaa toimilupaan rajoituksia tai ehtoja. Ehdot voivat koskea esimerkiksi selvitysyhteisön toiminnan rajoittamista vain osaan toimilupahakemuksen mukaisesta liiketoiminnasta. Valtuus toimiluvan rajoittamiseen ja ehtojen asettamiseen vastaa muun muassa luottolaitostoiminnasta annetun lain 11 §:n mukaista valtiovarainministeriölle annettua valtuutta.

Ehdotettavan pykälän mukaista menettelyä noudatetaan myös silloin, kun selvitysyhteisö hakee jo annetun toimiluvan tai sen ehtojen muuttamista.

3 §. *Toimiluvan peruuttaminen, selvitystoiminnan rajoittaminen ja keskeyttäminen.* Pykälässä säädetään niistä toimenpiteistä, joita viranomaiset voivat poikkeustilanteissa kohdistaa selvitysyhteisöön. Asianomaiselle ministeriölle annetaan valtuudet tarvittaessa



peruuttaa selvitysyhteisön toimilupa, rajoittaa yhteisön toimiluvan mukaista toimintaa sekä keskeyttää selvitystoiminta.

Pykälän 1 momentti sisältää selvitysyhteisön toimiluvan peruuttamista koskevat periaatteet. Toimilupa voidaan peruuttaa, jos yhteisön toiminnassa on olennaisesti poikettu virallismormista tai rikottu yhtiöjärjestyksestä, itsesääntelyä tai yhteisön toiminnan perusteena olevaa toimilupaa. Luvun 2 §:ssä asetetuilla toimiluvan myöntämisen edellytyksillä pyritään varmistamaan selvitystoiminnan luotettavuutta. Tästä syystä selvitysyhteisön on koko toimintansa ajan täytettävä toimilupaedellytykset. Lupa voidaan siten peruuttaa, jos sen myöntämisen edellytykset eivät enää täyty. Peruuttaminen saattaa tulla ajankohtaiseksi esimerkiksi silloin, kun selvitysyhteisön omistuspohja tai hallinto on muuttanut siten, että selvitystoiminnan harjoittamisen luotettavuudesta ei enää voida varmistua. Toimilupa voidaan luonnollisesti peruuttaa myös siinä tapauksessa, että selvitysyhteisö on joutunut selvitystilaan, konkurssiin tai yrityksen saneerausmenettelyn kohteeksi.

Lailla, asetuksella ja viranomaisen määräyksillä tarkoitetaan säännöksessä arvopaperimarkkinoita koskevan lainsäädännön lisäksi selvitysyhteisön liiketoiminnan yleistä normitaustaa, kuten osakeyhtiö- ja kirjanpitolainsäädäntöä. Toimiluvan peruuttaminen on lähinnä normin rikkomisen seuraamus. Peruuttamispäätöksellä tavoitellaan kuitenkin lisäksi markkinoiden turvaamista ja sijoittajan suojaa. Tästä syystä toimenpiteeseen voidaan turvautua myös silloin, kun rikkomuksen ei voida osoittaa johtuvan millään tavalla moitittavasta toiminnasta.

Toimiluvan peruuttaminen vaikuttaa välittömästi arvopaperimarkkinoiden toimintaan sekä selvitysosapuolten ja sijoittajien asemaan. Siksi peruuttamispäätös voidaan tehdä vain poikkeuksellisissa tilanteissa. Toimiluvan peruuttaminen on äärimmäinen keino, joten lievissä tapauksissa riittää valvontaviranomaisen antama huomautus tai varoitus.

Pykälän 1 momentin viimeisessä virkkeessä säädetään asianomaisen ministeriön harkintamahdollisuudesta. Sen tarkoituksena on rajata toimiluvan peruuttaminen vain niihin tapauksiin, joissa toimenpide on ehdottoman välttämätön. Ministeriö voi toimiluvan peruuttamisen sijasta tyytyä vain rajoittamaan selvitysyhteisön toimiluvan mukaista toimintaa, jos rajoitus katsotaan vallitsevissa olo-

suhteissa riittäväksi toimenpiteeksi. Toiminnan rajoittamista voidaan yleensä pitää toimiluvan peruuttamista lievempänä keinona.

Pykälän 2 momentti koskee asianomaisen ministeriön oikeutta rajoittaa selvitysyhteisön toimintaa. Säännös vastaa optiokauppalain 2 luvun 3 §:n 2 momenttia. Ministeriö voi käyttää valtuutta silloin, kun toiminnassa on todettu taitamattomuutta tai varomattomuutta. Esimerkiksi selvitysyhteisön huomattavat tappiot saattavat antaa aiheen rajoittaa tappioita tuottavaa toimintaa. Rajoittamisvaltuuden käyttämiseen vaaditaan, että taitamattomuudesta tai varomattomuudesta on saatu riittävän luotettava selvitys. Tällainen tieto voi sisältyä esimerkiksi selvitysyhteisön tilintarkastajien kertomukseen tai valvontaviranomaisen tarkastustoiminnassaan hankkimaan tietoon.

Rajoituspäätös voidaan tehdä myös siinä tapauksessa, että toiminnan katsotaan vaarantavan rahoitusmarkkinoiden vakautta tai sijoittajien taikka selvitysosapuolten etua. Rajoittamista vaativa tilanne saattaa syntyä silloin, kun selvitysyhteisön maksuvalmius vaarantuu tai kun joku toiminnallisista riskeistä uhkaa toteutua. Tällä perusteella valtuutta voidaan käyttää, jos esimerkiksi yhteisön henkilökunnan asiantuntemus, selvitystoiminnassa käytetty tietokonekapasiteetti tai riskienhallintajärjestelmien taso on syystä tai toisesta käynyt riittämättömäksi. Rajoituspäätös voi kohdistua mihin tahansa selvitysyhteisön toiminnan osaan. Rahoitusmarkkinoiden vakauden tai selvitysosapuolen taikka asiakkaan edun vaarantumisen edellytetään olevan ilmeistä. Kun myös toiminnan rajoittaminen voi vaikuttaa merkittävästi selvitysyhteisön ja selvitysosapuolten asemaan, tulee rajoituspäätös tehdä vain poikkeuksellisessa tilanteessa.

Pykälän 1 ja 2 momentin mukaisten päätösten teko ei edellytä muodollista rahoitustarkastuksen tai muun viranomaisen esitystä. Käytännössä toimiluvan peruuttamisen tai toiminnan rajoittamisen tarve tulee todennäköisesti esiin juuri valvontaviranomaisten toiminnan yhteydessä. Suomen Pankki ja rahoitustarkastus voivat siten havaitsemiensa rikkomusten perusteella esittää asianomaiselle ministeriölle selvitysyhteisön toimiluvan peruuttamista tai toiminnan rajoittamista. Asia voi kuitenkin tulla ministeriössä vireille myös jonkin markkinaosapuolen tai ministeriön omasta aloitteesta. Poikkeustoimenpiteiden haitallisten vaikutusten vähentämiseksi



tulee viranomaisten joka tapauksessa tehdä tiiviisti yhteistyötä. Pelkkää hakemusasioissa käytettävää lausuntomenettelyä ei voida pitää poikkeustilanteessa riittävänä viranomaisyhteistyön muotona. Tästä syystä pykälään ei kirjata lausuntomenettelyä. Ennen päätöksen tekemistä asianomaisen ministeriön on informoitava Suomen Pankkia ja rahoitustarkastusta.

Pykälän 3 momentin mukaan asianomainen ministeriö voi rahoitustarkastuksen esityksestä määrätä selvitystoiminnan keskeytettäväksi silloin, kun toiminnan häiriö vaarantaa sijoittajien tai selvitysosapuolten etua. Selvitystoiminta saattaa häiriintyä esimerkiksi suuronnettomuuden, valtiollisen epävakauden tai hallitsemattoman markkinahäiriön takia. Selvitysosapuolten ja sijoittajien etu edellyttää yleensä, että selvitystoimintaa ylläpidetään häiriötilanteissakin mahdollisimman pitkään. Selvitys on kuitenkin voitava keskeyttää vakavissa kriisitilanteissa, joissa tämä etu vaarantuu. Olosuhteiden mukaisesti päätös voidaan tehdä joko määräajaksi tai toistaiseksi. Keskeyttämispäätöksen haittavaikutusten pienentämiseksi ehdotetaan, että asianomainen ministeriö määräisi selvitystoiminnan järjestämisestä keskeytysaikana.

Selvitystoiminnan keskeyttämistä voidaan käyttää itsenäisenä suojakeinona. Selvitysyhteisön toiminnassa saattaa kuitenkin esiintyä niin vakavia epäkohtia tai väärinkäytöksiä, että niitä ei voida oikaista valvonnallisilla toimenpiteillä. Tällöin selvitysyhteisön toiminnan keskeyttämistä voidaan käyttää myös toimiluvan peruuttamista valmistelevana toimenpiteenä.

Selvitystoiminnan keskeyttämisen vaikutuksia voidaan pitää pykälän mukaisten muiden poikkeustoimenpiteiden vaikutusten ve-roisina. Siten myös keskeyttämispäätös tulee tehdä vain riittävän painavilla perusteilla. Lopullinen päätösvalta annetaan keskeyttämistoimenpiteessäkin asianomaiselle ministeriölle, mutta ministeriö voi tehdä päätöksen vain rahoitustarkastuksen esityksestä. Päätöksentekomenettely poikkeaa muista valtuussäännöksistä sen takia, että 3 momentin mukaista valtuutta käytettäisiin ensisijaisesti kriisitilanteessa. Tällaisessa tilanteessa on rahoitusmarkkinoita valvovalla ja tietojen saantiin oikeutetulla viranomaisella parhaat mahdollisuudet arvioida, missä vaiheessa on välttämätöntä ryhtyä poikkeustoimenpiteeseen. Säännös ei estä selvitysyhteisöä mää-

räämästä säännöissään selvitystoiminnan keskeyttämisestä. Tällaiset sääntömääräykset sitovat selvitysosapuolia samalla tavalla kuin muukin itsesääntely.

Ehdotettavat valtuussäännökset eivät olennaisesti eroa arvopaperipörssistä ja optioyhteisöstä voimassa olevista valtuussäännöksistä. Näiden säännösten tarkistaminen ja yhtenäistäminen saattaa tulla ajankohtaiseksi, kun rahoitusmarkkinoiden valmiuslainsäädäntöä mahdollisesti arvioidaan uudestaan. Säännösten tehokkuutta rahoitusmarkkinoiden vakauden varmistamisessa voidaan tällöin arvioida rahoitusmarkkinakriisistä viime aikoina saatujen kokemusten valossa.

4 §. *Selvitysyhteisön säännöt.* Ehdotettava laki on soveltamisalaltaan varsin laaja. Selvitystoiminnan ja selvitysyhteisön toiminnan määritelmät soveltuvat monenlaisiin eri toimintamuotoihin. Näitä ei pyritä rajoittamaan lain säännöksillä. Laissa säädetään vain perusteista ja pääperiaatteista. Selvitysyhteisön toiminnan luonteen ja sisällön määrittely jätetään tarkoituksellisesti lakia alemmanasteisen sääntelyn ja selvitystoimintaa harjoittavan yhteisön itsesääntelyn varaan. Keskeisin osa tätä itsesääntelyä ovat selvitysyhteisön laatimat säännöt.

Itsesääntely perustuu yksityisoikeudelliseen sopimusjärjestelyyn, jossa sääntelyyn sitoutuvat tahot hyväksyvät itselleen ja toisille järjestelyyn osallistuville osapuolille oikeuksia ja velvollisuuksia. Itsesääntelynormit voidaan laatia ankarammiksi kuin lain säännökset, joissa määritellään usein vain toiminnan vähimmäisvaatimukset. Kun osapuolet sitoutuvat noudattamaan itsesääntelyä, ne hyväksyvät myös siihen sisältyvät sanktiomääräykset. Selvitysyhteisön toimintaa ei silti ole tarkoitettu varsinaisesti yksityiseksi elinkeinotoiminnaksi. Selvitystoiminta ja sitä ohjaavat säännöt palvelevat ensisijassa arvopaperimarkkinoita ja yleistä etua, vaikka ehdotuksessa katsotaankin tarkoituksenmukaiseksi antaa yksityisoikeudellisten yhteisöjen huolehtia selvitystoiminnasta. Tässä suhteessa selvitysyhteisön asema vastaa arvopaperipörssin ja optioyhteisön asemaa.

Arvopaperiluovutusten selvityksen turvallisuus on tärkeää ennen kaikkea markkinoilla toimivien tahojen kannalta. Ne voivat myös käytännössä parhaiten arvioida selvitystoiminnan riskejä. Itsesääntelyllä markkinaosapuolet voivat puuttua epäkohtiin nopeammin ja tehokkaammin kuin julkinen valta virallis-säännöksin. Selvitystoiminnassa noudatetta-

vien yksityiskohtaisten sääntöjen laatiminen voidaankin perustellusti antaa toimintaa harjoittavan yhteisön tehtäväksi. Ehdotettavassa 1 momentissa asetetaan siksi selvitys-yhteisölle velvollisuus laatia säännöt selvitys-toiminnan harjoittamisesta. Kun säännöissä kuitenkin määritellään eri asemissa selvitys-toimintaan osallistuvien tahojen vastuuta ja velvollisuuksia, on välttämätöntä, että säännöt tutkitaan myös viranomaisessa. Sääntöjen turvallisuuden ja kohtuullisuuden varmistamiseksi vaaditaan, että säännöille haetaan asianomaisen ministeriön vahvistus. Valtioneuvoston tehtävänjaon mukaan valtiovarainministeriön kuuluu käsitellä ja vastata rahoitusjärjestelmää koskevista asioista. Itsesääntelyvelvoitteen asettaminen selvitys-yhteisölle ja vahvistamisenmenettelyn säätäminen selkeyttää tämän vastuun sisältöä. Selvitystoiminnan luotettavuutta lisää se, että viranomaiset tutkivat säännöissä omaksuttujen ratkaisujen lainmukaisuutta. Näin voidaan vähentää mahdollisia myöhempiä soveltamisepäselvyyksiä. Sääntöjen vahvistusmenettelyllä ei kuitenkaan voida kokonaan poistaa selvitys-yhteisön ja selvitys-osapuolten välisten erimielisyyksien mahdollisuutta. Itsesääntelystä johtuvat riidat ratkaistaan yleisessä tuomioistuimessa tai itsesääntelyn osapuolten sopimalla muulla tavalla, kuten välimiesmenettelyssä.

Jotta selvityssääntöjen asianmukaisuutta voidaan arvioida riittävän perusteellisesti, on sääntöjen tai niiden muutoksen vahvistushakemuksesta pyydetävä valvovien viranomaisten lausunnot. Arvopaperikeskuksen on voitava lausua selvitys-yhteisön sääntöjen kokonaisuudesta samalla tavalla kuin toimilupahakemuksesta, jos yhteisön toimintaan kuuluu arvo-osuuksien selvitystä. Tarvittaessa on pyydetävä myös asianomaisen arvopaperipörssin lausunto. Kun selvitys-yhteisön säännöissä määrätään selvitykseen liittyvästä maksuliikenteestä, on perusteltua, että lausunto pyydetään myös Suomen Pankilta. Keskuspankin lausunto-oikeutta puoltaa myös se, että keskuspankin tehtävä on edistää rahoitusjärjestelmän vakautta ja valvoa esimerkiksi järjestelmäriskiä. Lausuntopyyntövelvoite vastaa siten 2 §:n 3 momentin toimilupahakemusta koskevan säännöksen velvoitetta.

Sääntöjä tutkiessaan tulee viranomaisten arvioida myös sitä, miten selvitys-yhteisön harjoittamassa toiminnassa otetaan huomioon kansainvälisiä käytäntöjä ja suosituksia.

Kaikkia suosituksia ei sellaisenaan voida soveltaa suomalaisiin arvopaperimarkkinoihin, jotka ovat kooltaan suhteellisen pienet. Selvitystoiminnassa omaksuttavat ratkaisut tulee ensisijaisesti sovittaa kotimaiseen toimintaympäristöön. Jos toiminnan tehokas, luotettava ja turvallinen järjestäminen vaatii poikkeamista kansainvälisille markkinoille suunnitelluista toimintatavoista, on kansainvälisistä suosituksista voitava poiketa.

Selvitys-yhteisön säännöillä ei tarkoiteta yhteisöoikeudellisia sääntöjä, kuten yhtiöjärjestystä. Velvollisuus tällaisten sääntöjen laatimiseen johtuu muusta lainsäädännöstä. Selvitys-yhteisön sääntöjen tulee sen sijaan sisältää lähinnä menettelytapanormeja. Säännöt luovat perustan selvitys-yhteisön ylläpitämiselle selvitysmenettelylle, joka on kuvattava mahdollisimman tarkasti sääntömääräyksissä. Säännöt vastaavat siten toiminnallisesti arvopaperipörssin ja optioyhteisön sääntöjä.

Ehdotettavassa pykälän 2 momentissa luetellaan selvitys-yhteisön toimintaan liittyvät seikat, jotka sääntöjen tulee vähintään sisältää. Säännöissä tulee ensinnäkin määrittellä ne arvopaperikaupat ja muut luovutukset, jotka voidaan ottaa selvitettäväksi selvitysmenettelyssä (1 kohta). Momentin 2 kohdassa edellytetään, että säännöissä määrätään selvitystavasta ja selvityksen järjestämisen ajankohdasta. Ensiksi mainitulla vaatimuksella tarkoitetaan esimerkiksi määräyksiä selvitys-järjestelmän teknisistä yksityiskohdista, kuten tietojärjestelmästä ja siihen liittyvien työasemien käytöstä. Tällaiset määräykset ovat selvitystoiminnan luotettavuuden kannalta erityisen tarpeellisia, kun selvitys-osapuoleksi voidaan 8 §:n 2 momentin mukaan hyväksyä myös arvopaperinvälittäjä, jolla ei ole kiinteää toimipaikkaa Suomessa. Jälkimmäinen maininta velvoittaa selvitys-yhteisön määrittelemään selvityksen toteuttamiselle riittävän tarkat ajankohdat. Säännöissä saatetaan siten luetella pyhä- ja vapaapäivät, jona selvitys-yhteisö ei järjestä selvitystä. Samoin voidaan määrittellä aikataulu, jonka mukaan selvitykseen liittyvä tietokoneajo toteutetaan päivittäin. Lainkohta ei rajoita ajallisesti selvitys-yhteisön toiminnan järjestämistä. Säännös sallii toiminnan järjestämisen esimerkiksi jatkuvasti siten, että järjestelmä pidetään avoimena selvitettävälle kaupoille ympäri vuorokauden.

Säännöissä on edelleen määrättävä selvitys-osapuolelle asetettavista vaatimuksista sekä menettelystä, jota noudatetaan selvi-

tysosapuolen hyväksymisessä (3 kohta). Yleisistä vaatimuksista säädetään 8 §:ssä. Selvitysyhteisön tulee lisäksi ottaa säännöissä huomioon myös 12 §:n 3 kohdan mukainen asianomaisen ministeriön päätös.

Sääntöjen vähimmäisisältöön kuuluvat niinkään velvoitteiden määrittämis- ja vahvistusmenettely (4 ja 5 kohta) sekä selvitysyhteisön vastuu (6 kohta). Itsesääntelyn yleisten periaatteiden mukaisesti selvitysyhteisön säännöissä ei voida lisätä sellaisten tahojen velvollisuuksia tai vähentää sellaisten tahojen oikeuksia, jotka eivät ole sitoutuneet noudattamaan sääntöjä. Velvoitteiden määrittämisestä, vahvistamisesta ja täyttämistä koskevat sääntöjen määräykset sitovat siksi ensisijaisesti vain selvitysosapuolia. Arvopaperikaupan osapuolina olevat arvopaperinvälittäjät, jotka eivät ole selvitysosapuolia, voivat antaa tekemiensä kauppojen selvityksen selvitysosapuolen hoidettavaksi. Tällöin selvitysosapuolen on varmistettava, että välittäjä sitoutuu noudattamaan selvitysyhteisön sääntöjä ja näihin sisältyviä, velvoitteiden käsittelyä koskevia määräyksiä. Arvopaperinvälittäjän asiakas puolestaan on komissiokaupan periaatteiden mukaan sopimussuhteessa arvopaperinvälittäjään. Arvopaperinvälittäjän on hyvän arvopaperinvälitystavan mukaisesti ilmoitettava asiakkaalle tämän aseman kannalta olennaisista sääntöjen kohdista, jos asiakkaan lukuun tehty kauppa selvitetään selvitysyhteisössä. Velvoitteita koskevat sääntömääräykset ovat erittäin tärkeitä esimerkiksi silloin, kun selvitysmenettely sisältää eräistä arvopaperi- ja valuutakaupan ehdoista annetun lain tarkoittamaa velvoitteiden yhdistämistä. Selvitystoiminta sisältää kaksi keskeistä kokonaisuutta: arvopaperitoimitukset ja maksuliikenteen. Selvitysyhteisön toiminnan ja sitä kautta myös sääntöjen tulee kattaa molemmat. Siksi säännöissä on määrättävä, miten vahvistetut velvoitteet käytännössä toteutetaan (7 kohta).

Säännöistä on niinkään käytävä ilmi selvitysmenettelyssä noudatettava selvitysaika eli aika, jonka kuluessa velvoitteet täytetään (7 kohta). Lisäksi on määriteltävä, millä ehdoilla tästä ajasta voidaan poiketa. Selvitysajan lyhentäminen lisää luottamusta kauppajen toteutumiseen. Laissa ei kuitenkaan nimenomaisesti säädetä selvitysajan pituudesta. Toimilupaharkinnan ja selvityssääntöjen tutkimisen yhteydessä on viranomaisen arvioitava kokonaisuuden kannalta, täyttääkö hakijayhteisön suunnittelema toiminta turval-

lisuuden, luotettavuuden ja tehokkuuden vaatimukset. Viranomaisen on harkinnassaan otettava huomioon osamarkkinoiden erityispiirteet. Siten esimerkiksi selvitysaikojen ei välttämättä edellytetä olevan yhtä pitkät oman ja vieraan pääoman ehtoisten arvopaperien markkinoilla. Tehokkuuden lisäämiseksi saatetaan silti päätyä käyttämään yhdenmukaista selvitysaikaa. Ratkaisu yhteen aikaan siirtymisestä on tällöin tehtävä markkinoilla.

Selvitysyhteisön keskeinen tehtävä on selvitystoiminnan turvallisuuden ja luotettavuuden varmistaminen. Ehdotettavassa 7 §:ssä asetetaan vain yleiset velvoitteet luotettavuutta vahvistavista toimenpiteistä. Selvitysyhteisön sääntöihin on sisällytettävä tarkemmat määräykset selvitystoimintaan osallistuvien tahojen välisestä vastuunjaosta (12 kohta), osapuolten velvollisuuksista ja tapionvaaran kattamisesta (10 kohta). Säännöissä on lisäksi määrättävä selvitystoimintaa turvaavista vakuuksista ja annettava ohjeet niiden asettamisesta (9 kohta). Selvitysyhteisön on toimiluvan hakemisen yhteydessä selvitettävä lupaviranomaiselle, miten yhteisön maksuvalmius turvataan. Tieto maksuvalmiuden turvaamiseen tähtäävistä toimenpiteistä auttaa selvitysjärjestelmään osallistuvia tahoja arvioimaan järjestelmään liittyviä riskejä. Maksuvalmiusjärjestelyt ovat omiaan lisäämään järjestelmää kohtaan tunnettua luottamusta. Tästä syystä nämä järjestelyt tulee mainita myös selvitysyhteisön säännöissä (8 kohta).

Turvallisuuden vuoksi on säännöissä määrättävä häiriötilanteissa noudatettavista periaatteista. Säännöistä tulee niin ikään käydä ilmi, miten menetellään, jos selvitysosapuolen toiminta vaarantaa selvityksen toteutumisen (11 kohta). Häiriöitä aiheuttava selvitysosapuoli on voitava sulkea sääntöjen nojalla selvitystoiminnan ulkopuolelle nopeasti ja muita osapuolia vaarantamatta. Vaikka selvitysosapuolen konkurssipesälle myönnettäisiin sijaantulo-oikeus selvitysosapuolen sopimussuhteisiin, tulee konkurssipesä selvitysjärjestelmän osapuoleksi vain samoilla ehdoilla kuin selvitysosapuoli. Selvitysyhteisön säännöissä voidaan siten myös konkurssipesää sitovasti määrätä perusteista, joilla selvitysosapuoli voidaan sulkea selvitystoiminnan ulkopuolelle. Konkurssioikeuden pakottavan luonteen takia itsesääntelyssä ei tosin voida olennaisesti huonontaa konkurssivelkojen konkurssipesän asemaa siitä,

mikä se muutoin lain mukaan olisi. Lisäksi selvitysosapuolen ja konkurssipesän osallistuminen selvitysjärjestelmään voidaan estää 8 §:n mukaisesti.

Säännöissä on lisäksi varmistettava, että selvitysyhteisö voi määrätä riittävän tehokkaita seuraamuksia sääntöjä rikkoville osapuolille (11 kohta). Esimerkiksi viivästysmaksuilla on pyrittävä kannustamaan selvitysosapuolia sääntöjen tinkimättömään noudattamiseen. Seuraamuksia voidaan verrata sopimussakkoihin, joihin selvitysosapuolet ovat suostuneet sitoutuessaan sääntöjen noudattamiseen. Selvitysyhteisön sääntöihin voidaan ottaa määräyksiä myös selvitystoiminnan keskeyttämisestä. Säännöissä on myös mainittava, miten sääntöjä täydentävien päätösten antaminen on jaettu hallituksen ja toimitusjohtajan kesken (13 kohta).

Selvitysyhteisö saa ehdotettavan 5 §:n mukaan harjoittaa arvopaperien lainaus- ja takaisinostosopimusten selvitystä. Nämä toimintamuodot ovat siten selvitysyhteisölle valinnaisia. Jos yhteisö ryhtyy harjoittamaan mainittuja toimintoja, on niistä ehdotettavan 3 momentin mukaan määrättävä säännöissä. Sääntöihin voidaan ensinnäkin ottaa määräykset arvopaperien lainaus- ja takaisinostosopimusten selvityksestä. Selvitysyhteisö voi ottaa selvitetäväksi vain sellaisia arvopaperien lainaustoimintaan liittyviä sopimuksia, joiden ehdot rahoitustarkastus on hyväksynyt. Yhteisön on tällöin huolehdittava selvitykseen kuuluvasta riskienhallinnasta. Lainaus- ja takaisinostosopimusten selvitys saattaa vaikuttaa muutenkin selvitysyhteisön toimintaan. Siksi on perusteltua, että lainaustoiminta sisällytetään selvitysyhteisön sääntöihin, jos yhteisö harjoittaa lainaus- ja takaisinostosopimusten selvitystä.

Lainkohdassa mainitaan toiseksi eräistä arvopaperija valuuttakaupan ehdoista annetun lain (588/1997) mukainen veloitteiden yhdistäminen. Laissa ei aseteta minkäänlaista velvollisuutta netotuksen käyttämiseen, vaan selvitysyhteisö voi valita, käyttääkö se hyväkseen mainitussa laissa suotuja mahdollisuuksia. Jos selvitysyhteisö ottaa käyttöön mainitun lain mukaisen sitovan menettelyn, määräytyvät menettelyn oikeusvaikutukset, vastuusuhteet ja sitovuus ulkopuolisia kohtaan suoraan laista.

Pykälän 4 momentissa säädetään asianomaisen ministeriön valtuuksista puuttua selvitystoiminnan itsesääntelyyn. Vahvistusmenettelyssä viranomaiset joutuvat osittain

vastaamaan sääntöjen asianmukaisuudesta. Asianomaisen ministeriön päätös vahvistaa säännöt voidaan rinnastaa hallinnollisen säädösvallan käyttämiseen siitä huolimatta, että itsesääntely on luonteeltaan yksityisoikeudellista. Tämä johtuu siitä, että selvitysyhteisön säännöt velvoittavat selvitysosapuolia ja muita selvitysjärjestelmässä toimivia tahoja. Säännöt ohjaavat merkittävällä tavalla sijoittajan suojaa, ja niiden noudattamista valvovat viranomaiset, kuten rahoitustarkastus. Viranomaisvaltuuksilla pyritään takaamaan julkisen vallan vaikutusmahdollisuudet tilanteessa, jossa selvitysmenettelystä ei ole tarkoituksenmukaista säätää yksityiskohtaisesti lain tasolla.

Säännöksen mukaan asianomaisella ministeriöllä on ensinnäkin oikeus määrätä sääntöjen sisältöä muutettavaksi tai täydennettäväksi. Tämä valtuus on tarpeellinen sääntöjen asianmukaisuuden varmistamiseksi. Vastaavanlainen säännös sisältyy optioyhteisön sääntöjä koskevaan optiokauppalain 2 luvun 6 §:n 2 momenttiin. Arvopaperimarkkinoiden toiminnan luotettavuus edellyttää, että selvitystoimintaa ohjaavat säännöt laaditaan korkeatasoisiksi. Vaikka selvitystoiminnan sääntelyn päävastuu on syytä jättää markkinoille itselleen, tulee viranomaisten voida tehokkaasti puuttua arvopaperimarkkinoita kohtaan tunnettua luottamusta vaarantavaan toimintaan. Ehdotettavan momentin mukaiset valtuudet takaavat osaksi viranomaisten mahdollisuudet vaikuttaa rahoitusmarkkinoiden kannalta merkittäviin normeihin. Selvityssääntöjen sisältöä voitaisiin muuttaa viranomaismääräyksellä vain poikkeuksellisesti. Sääntöjen turvallisuus tulee lähtökohtaisesti varmistaa jo vahvistamismenettelyssä.

Vieläkin poikkeuksellisempi on säännöksen 4 momentin toisen virkkeen mukainen asianomaisen ministeriön mahdollisuus määrätä selvitystoiminnassa noudatettavasta menettelystä. Valtuutta tulee käyttää vain erittäin painavilla perusteilla esimerkiksi tilanteessa, jossa selvitystoimintaa varten ei ole voimassa riittäviä normeja sääntöhakemuksen hylkäämisen takia. Säännökseen voidaan turvautua vain, jos tärkeä yleinen etu vaatii määräysten kohteena olevan selvitystoiminnan järjestämistä. Ministeriö ei tietenkään voi velvoittaa mitään yksityistä yhteisöä tai sellaisten yhteenliittymää harjoittamaan poikkeusmääräyksen tarkoittamaa selvitystoimintaa. Jos määräyksen tarkoittamaa selvitystoimintaa kuitenkin harjoitetaan, on toi-

minta järjestettävä asianomaisen ministeriön päätöksen mukaiseksi.

Ehdotettavan 4 momentin mukaiset viranomaisvaltuudet ovat hyvin laajoja. Valtuuksien käyttöä rajaa kuitenkin yleisen edun vaatimus ja toimenpiteiden poikkeuksellisuus. Valtuuksien käyttöä koskeviin päätöksiin voidaan hakea muutosta aivan kuten muihinkin viranomaistoimenpiteisiin.

5 §. *Selvitysyhteisön liiketoiminta.* Pykälässä säädetään selvitysyhteisölle sallitusta muusta kuin selvitystoiminnasta. Selvitystoiminnan luotettavuuden kannalta on tärkeää, että laissa rajoitetaan selvitysyhteisön mahdollisuuksia harjoittaa sellaista toimintaa, joka saattaa vaarantaa selvitystoiminnan. Yhteisön tulee pitäytyä harjoittamaan vain selvitysyhteisön toimintaan liittyvää muuta toimintaa. Yhteisön toimiluvan ehtoissa, yhtiöjärjestyksessä ja säännöissä määrätään tarkemmin siitä, mitä selvitysyhteisölle sallituista toimintamuodoista yksittäinen selvitysyhteisö voi harjoittaa. Ehdotettavassa säännöksessä mainitaan kaikki ne toimintamuodot, joita selvitysyhteisö voi harjoittaa 1 luvun 4 §:n 2 momentin mukaisen toiminnan lisäksi. Säännös vastaa voimassa olevassa sijoituspalveluirtyksistä annetussa laissa omaksuttua ratkaisua sijoituspalveluirtyksille sallituista toimintamuodoista. Lain 3 §:ssä määritellään sijoituspalveluirtyksen päätoiminta eli sijoituspalvelujen tarjoaminen. Vastaavasti lain 16 §:ssä luetellaan ne oheispalvelut, joita yritys saa sijoituspalvelujen lisäksi tarjota.

Pykälän 1 momentissa luetellaan selvitysyhteisölle sallitut oheispalvelujen muodot. Selvitysyhteisö voi ensinnäkin harjoittaa arvopaperien lainaus- ja takaisinostosopimusten selvitystoimintaa (1 kohta). Ehdoksi toiminnan harjoittamiselle asetetaan se, että selvitetävien sopimusten ehdot on hyväksytty rahoitustarkastuksessa. Sopimukset määritellään 4 luvun 5 a §:n 3 momentissa, jonka yksityiskohtaisissa perusteluissa on kuvattu sopimusten oikeudellista luonnetta. Lainaus- ja takaisinostosopimukset sisältävät arvopaperien luovutuksia, joissa myös omistusoikeus arvopapereihin siirtyy. Luovutukset eivät sinänsä eroa muista luovutuksista, jotka selvitetään selvitysyhteisön järjestelmässä. Merkittävää on kuitenkin se, että arvopaperien lainaus- ja takaisinostosopimuksissa sidotaan kaksi vastakkaissuuntaista arvopaperiluovutusta toisiinsa. Siksi sopimukseen liittyy keskeisesti vakuushallinta ja vastak-

kaissuuntaisten luovutusten toteutumisen seuranta. Nämä tavallisesta kauppaselvityksestä poikkeavat lisäpalvelut voidaan luontevasti järjestää selvitysyhteisössä lainaus- ja takaisinostosopimusten selvitystoiminnaksi. Tämä parantaa myös sopimusten osapuolten suojaa. Selvitysyhteisöön keskitettävää lainaus- ja takaisinostosopimusten selvitystoimintaa käsitellään myös 4 lukuun lisättäväksi ehdotettavan 5 a §:n perusteluissa. Osapuolten aseman turvaamisesta, kuten lainaustoiminnasta muutenkin, on otettava määräykset selvitysyhteisön sääntöihin.

Pitkäaikaisen arvopaperisijoituksen tehnyt sijoittaja voi saada arvopapereistaan lisätuottoa osallistumalla lainaustoimintaan. Monet markkinaosapuolet puolestaan tarvitsevat lainaus- ja takaisinostosopimuksia riskienhallinnan takia. Tällainen mahdollisuus on erityisen tärkeä markkinatakaajille. Esimerkiksi valtion viitelainojen markkinat perustuvat tällä hetkellä markkinatakaajien toimintaan. Toiminta helpottuu huomattavasti, jos markkinoilta voidaan hankkia arvopapereita väliaikaisesti. Markkinatakauksen ylläpitäminen sitoo tällaisilla markkinoilla vähemmän pääomia kuin silloin, kun mahdollisuus tehdä lainaus- ja takaisinostosopimuksia puuttuu. Markkinoiden toiminta vakautuu, jos sijoittajat antavat etukäteen esimerkiksi arvopaperinvälittäjilleen oikeuden luovuttaa omistamiaan arvopapereita lainaustoiminnassa. Tieto siitä, että markkinoilla on lainattavia arvopapereita, parantaa markkinaosapuolten luottamusta toistensa kykyyn täyttää sopimusvelvoitteita. Lainaustoiminta varmistaa toimitusten toteuttamista ja lisää selvitystoiminnan luotettavuutta. Esimerkiksi arvopaperikaupoista vastaavat arvopaperinvälittäjät voivat välttyä viivästyksiltä käyttämällä hyväkseen lainauspalveluja. Arvopaperilainausta voidaan siten käyttää toimitusten varmistamisessa samalla tavoin kuin rahoituspalveluja maksujen turvaamisessa.

Rahoitustarkastuksen hyväksyntää sopimusten ehoille vaaditaan ensinnäkin siksi, että näin pyritään turvaamaan ehtojen asianmukaisuutta ja kohtuullisuutta arvopapereita väliaikaisesti luovuttavien sijoittajien kannalta. Sijoittajan suojan parantamisen lisäksi vaatimuksella pyritään edistämään lainaus- ja takaisinostosopimusten vakioehtoistumista. Vakioehtoisille sijoitustuotteille voidaan markkinoilla määritellä jatkuvasti osto- ja myyntihintoja, mikä edesauttaa tällaisten tuotteiden markkinoiden kehittymistä. Siksi



selvitysyhteisölle annetaan oikeus tarjota lainaus- ja takaisinostosopimusten selvitykseen liittyviä palveluja. Optiokauppain 2 luvun 4 §:n 1 momentin mukaan tällainen oikeus on optioyhteisöllä. SOM Oy:n säännöissä onkin määritelty arvopaperilainausopimus vakio-ohjelmaksi johdannaissopimukseksi, jolla voidaan käydä kauppaa yhtiön ylläpitämässä optiopörssissä.

Selvitysyhteisö saattaa luonnollisesti toteuttaa myös sellaisia luovutuksia, jotka liittyvät yksilöllisiin lainaus- ja takaisinostosopimuksiin. Selvitysyhteisö voi olla tietämätön siitä, että osapuolten selvitettäväksi antama luovutus liittyy arvopaperilainaukseen, koska sopimukset voidaan toteuttaa erillisinä vastakkaissuuntaisina luovutuksina. Yhteisö ei kuitenkaan saa tarjota yksilöllisen lainausopimuksen osapuolille niitä palveluja, jotka liittyvät rahoitustarkastuksen hyväksymien sopimusten selvitystoimintaan. Tällaisia palveluja ovat esimerkiksi vakuudenhallinta ja vastakkaisten luovutusten toteutuksen seuranta. Kuitenkin myös yksilöllisten lainausopimusten selvittämiseen säännöllisessä menettelyssä tarvitaan selvitysyhteisön toimilupa 1 luvun 4 §:n ja 4 a luvun 1 §:n mukaisesti, koska selvityksessä on kyse arvopaperiluovutusten toteuttamisesta. Luottolaitostoiminnasta annetun lain 20 §:ssä ja sijoituspalveluyrityksistä annetun lain 3 ja 16 §:ssä tarkoitettua liiketoiminnan harjoittaminen ei kuitenkaan edellytä selvitysyhteisön toimilupaa. Selvitysyhteisössä selvitettävät lainaus- ja takaisinostosopimukset voidaan erottaa yksilöllisistä sopimuksista esimerkiksi verotuksessa ja kirjanpidossa, kuten esimerkiksi leimaverolain 47 b §:ssä.

Johdannaiss-, lainaus- ja takaisinostosopimuksilla siirretään arvopaperien toimituksia tulevaisuuteen. Sopimusten osapuolet voivat siten sitoutua toimittamaan sellaisia arvopapereita, joita niillä ei vielä ole hallussaan. Osapuolet saattavat esimerkiksi harjoittaa arvopapereiden ylimyyntiä. Johdannaiss- ja arvopaperilainausmarkkinat puolestaan saattavat kasvaa käteismarkkinoihin verrattuna hyvin merkittäviksi. Tällöin syntyy vaara siitä, että hyvin suuri osa jonkin arvopaperilajin liikkeessä olevasta kannasta on sidottu johdannaiss- tai arvopaperilainausopimusten mukaisiin toimituksiin. Tästä syystä on optioyhteisö optiokauppain 3 luvun 8 §:n mukaan velvollinen sisällyttämään sääntöihinsä määräykset, joiden nojalla johdan-

naistiliasemia voidaan rajoittaa. Optioyhteisön on valvottava, ettei markkinoilla olevien johdannaissopimusten määrän ja kohdeetuksien todellisen määrän välillä ole ilmeistä epäsuhtaa. Kun arvopaperien lainaus- ja takaisinostosopimusten markkinoiden selvityksestä vastaa selvitysyhteisö, on sillä optioyhteisön tavoin parhaat mahdollisuudet valvoa, ettei lainaustoiminta vaaranna markkinoiden toimintaa. Selvitysyhteisön on siksi otettava sääntöihinsä optioyhteisön sääntöjä vastaavat määräykset lainaustoiminnasta. Yhteisön tulee lisäksi osoittaa, millä tavalla varmistetaan se, ettei lainaus-, takaisinosto- ja johdannaissopimuksiin sidottu yhteinen arvopaperimäärä vaaranna arvopaperi- tai johdannaismarkkinoiden luotettavaa toimintaa.

Arvopaperien lainaustoiminnan edistämistä on suositeltu useiden kansainvälisten yhteistyöelimien raporteissa. Tällainen suositus sisältyy myös kansainvälisten rahoituslaitosten ryhmän (G-30) vuonna 1989 julkaistun raporttiin.

Selvitysyhteisö voi lisäksi tarjota omaan toimintaansa liittyviä tietojenkäsittelypalveluja (2 kohta). Yhteisö joutuu todennäköisesti panostamaan huomattavia summia tietojenkäsittelyn kehittämiseen, joten on tarkoituksenmukaista, että näitä investointeja voidaan hyödyntää myös kaupallisesti. Esimerkiksi selvitysosapuolille saattaa olla edullisempaa ostaa tietojenkäsittelypalveluja suoraan selvitysyhteisöltä kuin kehittää omia järjestelmiään. Tietojenkäsittelypalvelujen tarjoamisen oikeutta puoltaa lisäksi se, että selvitysyhteisöllä on ehdottomasti oltava tiiviit yhteydet arvopapereiden kaupankäyntijärjestelmään. Tarvittaessa selvitysyhteisön on esimerkiksi voitava hoitaa osaa kaupankäynnin tietojärjestelmäkokonaisuudesta. Edellä mainittujen syiden takia on aiheellista antaa selvitysyhteisölle oikeus tarjota myös markkinoiden kehittämiseen liittyviä tieto-, tiedotus- ja tietojenkäsittelypalveluja. Vastava oikeus on optiokauppain 2 luvun 4 §:n 1 momentin mukaan myös optioyhteisöllä.

Selvitysyhteisö saa ehdotettavan säännöksen mukaan harjoittaa arvopaperikeskuksen toimintaa ja pitää arvo-osuusrekisteriä (3 kohta). Yhteisön on joka tapauksessa huolehdittava toimivista yhteyksistä säilytysjärjestelmiin. Selvitysyhteisö saattaa esimerkiksi itse ylläpitää niiden arvopapereiden säilytysjärjestelmää, joiden selvityksestä yh-

teistö huolehtii. Tällaiseen ratkaisuun päädyttiin esimerkiksi kansallisen arvopaperikeskuksen perustamista koskevassa hankkeessa. Vaikka selvitysyhteistö ei itse säilyttäisikään arvopapereita keskitetysti järjestelmässään, voi selvitystoiminnan tarkoituksenmukainen järjestäminen silti edellyttää arvo-osuusrekisterin pitoa. Arvo-osuusjärjestelmästä annetun lain mukainen lupa pitää arvo-osuusrekisteriä ei kuitenkaan sisälly suoraan selvitysyhteistön toimilupaan, vaan yhteistön on haettava lupa erikseen.

Selvitysyhteistön oikeudesta harjoittaa arvopaperipörssin ja optioyhteistön toimintaa säädetään 1 momentin 4 ja 5 kohdassa. Nämä toimintamuodot on tasapuolisuuden vuoksi sallittava selvitysyhteistölle, kun arvopaperipörssille ja optioyhteistölle sallitaan selvitysyhteistön toiminnan harjoittaminen. Yhdenmukainen kohtelu vaatii myös sitä, että selvitysyhteistö saa toimia selvitysosapuolena toisissa selvitysjärjestelmissä. Tämä mahdollisuus saattaa helpottaa selvitysjärjestelmien välisten yhteyksien rakentamista. Lisäksi selvitysyhteistö saa järjestää arvopaperien muuta julkista kaupankäyntiä. Selvitysyhteistö tarvitsee erilliset toimiluvat arvopaperipörssin ja optioyhteistön toiminnan harjoittamiseen. Jos selvitysyhteistö harjoittaa optiokauppalaian tarkoittamaa selvitystoimintaa, on yhteistöllä oltava 30 miljoonan markan osakepääoman lisäksi myös optiokauppalaian 2 luvun 2 §:n 2 momentin mukainen kymmenen miljoonan markan osakepääoma optioyhteistön toimintaa varten.

Pykälän 2 momentti täydentää selvitysyhteistön riskienhallintaa koskevia vaatimuksia. Yhteistön mahdollisuuksia harjoittaa muuta kuin selvitystoimintaa rajoitetaan laissa voimakkaasti. Yhteistön toiminnan luotettavuuden kannalta ei myöskään ole suotavaa, että yhteistö ryhtyy harjoittamaan rajoitusten alaista toimintaa esimerkiksi tytäryhtiöiden kautta. Siksi ehdotetaan, ettei selvitysyhteistö saa omistaa osakkeita tai osuuksia muussa kuin selvitystoimintaan liittyviä palveluja tuottavassa yhteisössä. Säännöksen mukaan selvitysyhteistö voi jakaa toimintansa useampaan yhteistöön. Momentissa säädetään edelleen selvitysyhteistön vastuusta silloin, kun yhteistö antaa selvitystoimintaan kuuluvia tehtäviä toisen yhteistön hoidettavaksi. Selvitysyhteistöllä on aina päävastuu selvitysyhteistön toiminnan järjestämisestä. Selvitysyhteistön ei kuitenkaan välttämättä tarvitse huolehtia kaikista selvitystoiminnan määritelmän

mukaisista toiminnoista itse. Yhteistö voi käyttää hyväkseen esimerkiksi maksujenvälityksessä pankkijärjestelmää ja arvo-osuustoimistusten toteuttamisessa arvo-osuusjärjestelmässä toimivia yhteistöjä. Markkinoiden valmiita rakenteita ei siten ole tarkoitus purkaa selvitystoiminnan sääntelyn takia. Ehdotetavassa sääntelyssä on kuitenkin keskeistä se, että selvitysyhteistön edellytetään kantavan ensisijaisen vastuun selvitysjärjestelmästä. Jos selvitysyhteistö antaa joitakin selvitystoiminnan määritelmän mukaisia tehtäviä toisten elinkeinonharjoittajien hoidettavaksi, tulee yhteistön vastata näiden apuyhteistöjen toiminnasta selvitysosapuolia kohtaan. Selvitysyhteistö ei siten voi järjestää vastuunjakoja toisin itsesääntelyssä tai muissa sopimuksissa. Selvitysyhteistö voisi kuitenkin rajoittaa vastuuta sekä omasta että apuyhteistön toiminnasta tavanomaisten sopimusoikeudellisten periaatteiden mukaan. Lakisäätöinen vastuunjako ei myöskään ulottuisi selvitysyhteistön varsinaisen toiminnan ulkopuolelle, kuten sähkönjakeluun tai tietoliikenteeseen.

Selvitysyhteistön kokonaisvastuu järjestelmästä parantaa selvitystoiminnan luotettavuutta ja selkeyttä. Selvitysyhteistö vastaa apunaan käyttämänsä yhteistön toiminnasta samalla tavalla kuin selvitysyhteistö vastaisi omasta toiminnastaan. Näin selvitystoiminnan pilkkomisella eri yhteistöihin ei voida välttää vastuuta selvitysjärjestelmän kokonaisuudesta. Vastuun asettaminen selvitysyhteistölle on perusteltua myös sen takia, että yhteistö solmii sopimukset apuyhteistöjen kanssa. Selvitysosapuolten mahdollisuudet vaikuttaa näiden sopimusten sisältöön ovat pienet. Tietoisuus vastuusta kannustaa selvitysyhteistöä valvomaan apuyhteistöjen toimintaa.

Arvo-osuuksia koskevien kirjausten tekemiseen liittyvästä arvo-osuusrekisterin pitäjän ja arvopaperikeskuksen vastuusta säädetään arvo-osuustileistä annetussa laissa ja arvo-osuusjärjestelmästä annetussa laissa. Näiden lakien vastuunjakosäännöksiä ei ole tarkoitus syrjäyttää selvitysyhteistön vastuuta koskevalla säännöksellä. Tästä syystä säännöksen ehdotetaan otettavaksi maininta arvo-osuuslainsäädännön vastuunormien ensisijaisuudesta. Selvitysyhteistön puolesta toimiviin yhteistöihin sovelletaan 7 luvun 1 §:n 2 momentin mukaan rahoitustarkastuksen tietojensaantioikeutta. Tällaisten yhteistöjen palveluksessa ja hallinnossa toimivia henkilöitä koskee saman luvun 3 §:n mukainen

vaihtolovelvollisuus. Selvitystoiminnan harjoittaminen saattaa lisäksi edellyttää sitä, että yhteisö liittyy osakkaaksi tai jäseneksi esimerkiksi arvo-osuusjärjestelmän tietoteknistä ympäristöä ylläpitävään yhteisöön. Selvitysyhteisö voi olla osakkaana tai jäsenenä myös arvopaperipörssissä ja optioyhteisössä. Kun näillä yhteisöillä on oikeus omistaa toistensa osakkeita ja osuuksia, on valvontaviranomaisten varmistettava, ettei pääoma-vaatimuksia kierretä ristiinomistuksella. Toimintaa vaarantavia ristiinomistustilanteita pyritään estämään säännöksen kolmannen virkkeen lisävaatimuksella, jonka mukaan selvitysyhteisön varat on sijoitettava turvallisella ja yhteisön maksuvalmiuden turvaavalla tavalla. Säännös vastaa optiokauppalain 2 luvun 5 §:n 5 momenttia, josta seuraa, ettei optioyhteisö saa esimerkiksi sijoittaa merkittävää osaa varoistaan kiinteistöihin tai kiinteistöyhtiöiden osakkeisiin. Jotta momentin mukaisesta omistusrajoituksesta ei kuitenkaan muodostuisi arvopaperimarkkinoiden luotettavan toiminnan mukaisen kehityksen estettä, voidaan rajoituksesta poiketa erityisestä syystä rahoitustarkastuksen luvalla. Optioyhteisö voi puolestaan tulla osakkaaksi selvitysyhteisöön. Optioyhteisön mahdollisuuksia sijoittaa selvitysyhteisön osakkeisiin rajoittaa kuitenkin edellä mainittu optiokauppalain säännös, jonka mukaan yhteisön varat on sijoitettava turvallisella tavalla.

Pykälän 3 momentissa todetaan, ettei selvitysyhteisö saa harjoittaa muuta kuin säännöksessä mainittua toimintaa. Lisäksi edellytetään, ettei selvitystoiminta saa vaarantua yhteisön muun toiminnan takia. Näitä edellytyksiä valvovat rahoitustarkastus ja Suomen Pankki sekä markkinoilla toimivat yhteisöt. Jos toiminnan vaarantuminen on ilmeistä, voivat viranomaiset turvautua 3 §:n mukaisiin poikkeusvaltuuksiin. Mikäli selvitysyhteisö ryhtyy harjoittamaan sille luvantonta toimintaa, on markkinoilla toimivilla kilpailijoilla välitön intressi paljastaa selvitysyhteisön luvaton ja kilpaileva toiminta.

6 §. *Vaikutusvaltarajoitus.* Selvitystoiminnan luonne edellyttää selvitysyhteisöltä tinkiäntöntä puolueettomuutta. Ehdotettava laki ei kuitenkaan rajoita selvitysyhteisön omistuspohjaa. Periaatteessa osakkeita voivat siten olla yhtä hyvin markkinaosapuolet kuin julkisyhteisötkin.

Selvitysyhteisö on keskeinen osa kehittyneiden arvopaperimarkkinoiden rakennetta.

Yhteisön toiminnassa tulee tavoitella vain markkinoiden tehokkuuden, turvallisuuden ja luotettavuuden lisäämistä. Yhteisöä ei saa käyttää välikappaleena muiden päämäärien tai yksittäisten tahojen etujen ajamiseen. Selvitysyhteisön puolueettomuus ja yhteisön toiminnan arvopaperimarkkinoiden luotettavaa toimintaa palveleva luonne eivät kuitenkaan tarkoita sitä, että selvitysyhteisön täytyisi välttämättä olla voittoa tavoittelematon osakeyhtiö. Ehdotettavan 7 §:n mukaista selvitysrahastoa voitaisiin päinvastoin kartuttaa helposti juuri voittovaroista, joita ei jaeta selvitysyhteisön omistajille. Selvitysrahastoon siirrettävä voitto lisää siten selvitystoiminnan yleistä luotettavuutta ja turvallisuutta.

Jotta riittävä puolueettomuus voidaan varmistaa, ehdotetaan, ettei mikään tahoo voi käyttää yksinomaista määräysvaltaa selvitysyhteisössä. Kukaan ei pykälän 1 momentin mukaan saa äänestää selvitysyhteisön yhtiökokouksessa enemmällä kuin yhdellä kahdeskymmenesosalla kokouksessa edustetusta äänimäärästä. Vastaavatyypinen rajoitus on voimassa 3 luvun 8 §:n mukaan arvopaperipörssistä, optiokauppalain 2 luvun 7 §:n nojalla optioyhteisöstä ja liikepankkilain 16 §:n 1 momentin nojalla liikepankista. Viimeksi mainitun säännöksen mukaan valtioneuvosto voi kuitenkin myöntää poikkeuksen vaikutusvaltarajoituksesta. Poikkeusmahdollisuudella on pyritty turvaamaan se, että valtiosääntöä voidaan pankkituen ehtojen mukaisesti kasvattaa tukea saaneissa liikepankeissa. Myös selvitysyhteisön rahoituksen järjestäminen saattaa vaatia, että kokonaisvastuu yhteisöstä keskitetään yhdelle tai muutamalle luotettavalle taholle. Vastuun ottamisen vastikkeeksi on tällaisen tahon voitava käyttää poikkeuksellisesti suurempaa vaikutusvaltaa kuin säännös muuten sallisi. Jotta selvitysyhteisön rahoitus voidaan ratkaista kuhunkin tilanteeseen parhaiten sopivalla tavalla, ehdotetaan, että valtioneuvosto voi antaa luvan käyttää rajoitusta suurempaa vaikutusvaltaa selvitysyhteisössä. Lupa voidaan myöntää vain erityisestä syystä ja tapauskohtaisesti.

Pykälän 2 momentin mukaan luetaan lakiin, selvitysyhteisön sääntöihin tai yhtiöjärjestykseen perustuvat äänenemmistöt 1 momentin mukaan lasketuista äänistä. Pykälän 1 momentin mukainen vaikutusvaltarajoitus saattaa johtaa siihen, ettei joku osakkaista voi käyttää äänestyksessä koko äänimäärään-

sä. Määräenemmistöön tarvittava äänimäärä lasketaan tällöin sellaisesta kokonaisäänimäärästä, josta on vähennetty vaikutusvaltarajoituksen takia käyttämättä jäävä äänestysosuus. Tämä säännös on tarpeen, jotta enemmistövaatimusten täyttäminen ei vaikeudu vaikutusvaltarajoituksen takia.

Ehdotuksessa on omaksuttu ratkaisu, jonka mukaisesti samassa yhteisössä voidaan harjoittaa arvopaperipörssin, optioyhteisön ja selvitysyhteisön toimintaa, jos kutakin toimintamuotoa varten hankitaan vaadittava erillinen toimilupa. Siten yhteen yhtiökoukukseen voidaan samanaikaisesti soveltaa kolmen säännöksen mukaista vaikutusvaltarajoitusta. Pelkän arvopaperipörssin tai optioyhteisön toiminta ei edellytä mahdollisuutta poiketa vaikutusvaltarajoituksesta. Jos yhteisö sitä vastoin harjoittaa myös selvitysyhteisön toimintaa, soveltuvat yhteisöön edellä kuvatut perusteet poiketa vaikutusvaltarajoituksesta. Siksi säännöksen 3 momentissa säädetään, että selvitysyhteisöön sovelletaan pykälän mukaista vaikutusvaltarajoitusta yhteisön muista toimiluvista riippumatta. Vaikutusvaltarajoituksesta ei siten voida poiketa, jos sama yhteisö harjoittaa samanaikaisesti arvopaperipörssin ja optioyhteisön toimintaa. Ratkaisevaa on säännöksen mukaan selvitysyhteisön toimilupa.

7 §. *Selvitysyhteisön toiminnan turvaaminen.* Luvun 2 §:n 3 momentissa ja 4 §:ssä edellytetään, että selvitysyhteisö turvaa etukäteisjärjestelyillä riittävän maksuvalmiuden häiriötilanteissa. Maksuvalmiuden säilyminen voidaan varmistaa rahoitus- ja luotusjärjestelyillä. Tämän lisäksi selvitysyhteisön on turvattava toiminnan jatkuminen myös pidempiaikaisissa häiriötilanteissa, kuten silloin, kun selvitysosapuolen maksukyvyttömyys on pysyvää. Tällaisissa tilanteissa selvitysyhteisölle saattaa aiheutua lopullisia tappioita, jotka vaarantavat yhteisön toimintakyvyn. Ehdotettavassa pykälässä säädetään niistä toimenpiteistä, joilla selvitysyhteisön toiminnan turvallisuus ja luotettavuus on pyrittävä varmistamaan. Säännös sisältää vain turvaamisen yleisperiaatteet. Tarkemmat säännöt annetaan 12 §:n mukaisesti valtiovarainministeriön määräyksessä ja 4 §:n tarkoittamassa selvitysyhteisön itsesääntelyssä.

Selvitysyhteisö voi pykälän 1 momentin mukaan tehdä selvitysosapuolten kanssa erityisen tappionjakosopimuksen yhteisön toiminnasta mahdollisesti aiheutuvien tappioi-

den varalta. Sopimuksessa osapuolet sitoutuvat kattamaan selvitysyhteisön vastuita ja turvaamaan selvitysyhteisön toiminnan jatkumisen tilanteessa, jossa yhteisö on kärsinyt toimintaa vaarantavia tappioita. Sopimuksen tarkoitus on lisätä luottamusta selvitysyhteisöön. Tappionjakojärjestelmä kannustaa selvitysosapuolia valvomaan toisiaan ja selvitysyhteisöä, kun yhden osapuolen liiallinen riskinotto saattaa johtaa kaikkien osapuolten tappioihin. Selvitysyhteisö ja selvitysosapuolet voivat sopia vastuunjakoperiaatteista parhaaksi katsomallaan tavalla. Selvitysyhteisön toiminnassa saatetaan selvittää useilla eri osamarkkinoilla tehtyjä arvopaperikauppoja. Selvitettävien kauppohen arvo ja selvitysyhteisön toimintaan liittyvä riski saattaa eri markkinoilla vaihdella huomattavasti. Järjestelmän asiattoman hyväksikäytön ja liiallisen riskinoton vaara kasvaa, jos kaikki selvitysosapuolet joutuisivat vastamaan tappioista samalla tavalla siitä riippumatta, millä markkinoilla osapuolet toimivat. Siksi ehdotetaan, että selvitysosapuolen vastuu voidaan sopimuksessa rajoittaa koskemaan vain osaa selvitysyhteisön toiminnasta. Sopimus voidaan rajata myös esimerkiksi selvitysyhteisön osakkaisiin, joilla on muita tahoja suurempi tarve säilyttää selvitysyhteisö toimintakykyisenä. Näin on menetelty Suomen Arvopaperikeskus Oy:ssä. Selvitysosapuolten rajaton vastuu selvitystoiminnassa syntyvistä tappioista ei lisää toiminnan uskottavuutta, jos osapuolilla ei ole todellisia mahdollisuuksia vastata tappionjakositoumuksistaan. Siksi ehdotetaan, että osapuolten vastuu voidaan rajata enimmäissummaan. Sopimuksen tulee kuitenkin ehdottomasti olla kaikkia osapuolia sitova, eikä siinä saa perusteettomasti asettaa jotakin osapuolta toisia huonompaan asemaan. Sitoumusten tulee olla riittävät kattamaan ne tappiot, jotka tappionjakosopimuksella on selvitysyhteisön riskienhallintajärjestelmässä tarkoitettu katettavan. Siksi ehdotetaan, että sopimukselle on hankittava asianomaisen ministeriön vahvistus. Tutkiesaan tappionjakosopimuksen hyväksyttävyyttä tulee ministeriön ottaa huomioon selvitysyhteisön koko riskienhallintajärjestelmä. Sopimuksesta on pyydetty lausunto Suomen Pankilta ja rahoitustarkastukselta, jotka valvovat rahoitusmarkkinoiden vakautta ja riskejä. Sopimukseen saattaa liittyä myös arvopaperikeskuksen valvomia arvo-osuusregistreitä. Kun niille saattaa aiheutua sopi-

muksesta arvo-osuusrekisteritoimintaan vaikuttavia vastuita, on perusteltua, että myös arvopaperikeskukselle varataan tarvittaessa mahdollisuus lausua sopimuksesta ennen vahvistamispäätöstä. Itse sopimus on kuitenkin erillinen, yksityisoikeudellinen oikeustoimi. Sitä ei siten koske 4 §:n 4 momentin mukainen asianomaisen ministeriön oikeus muuttaa itsesääntelyä.

Jos selvitysyhteisö käyttää momentin mukaista mahdollisuuttaan tappionjakosopimuksen laatimiseen, joutuvat selvitysosapuolet sitoutumaan siihen samalla tavalla kuin selvitysyhteisön muuhun itsesääntelyyn. Kaikki selvitysosapuoliksi pyrkivät yhteisöt eivät välttämättä voi niitä koskevan erityislainsäädännön takia sitoutua suoraan tappiojakosopimukseen. Pakollisen tappionjakositoumuksen vaatiminen saattaisi vähentää myös ulkomaisten yhteisöjen mahdollisuuksia hakea selvitysosapuolen oikeuksia. Turvaamisjärjestelyjen käytännön helpottamiseksi ehdotetaan siksi, että tappionjakosopimukseen osallistuminen voidaan osaksi tai kokonaan korvata turvaavilla vakuutus- tai takausjärjestelyillä. Säännöksen mukaan valinta-oikeus tappionjakositoumuksen korvaamisesta muilla järjestelyillä on selvitysosapuolella. Joustavuuden varmistamiseksi ei edellytetä, että tappionjakosopimus otetaan osaksi selvityssääntöjä. Kun tappionjakosopimusjärjestelmä on selvitysyhteisölle valinnainen, se voidaan esimerkiksi ottaa käyttöön myöhemmin kuin säännöt. Selvitysyhteisö voi sopimusjärjestelyn käytönotolla pyrkiä vaikuttamaan sellaisen selvitysosapuolen toimintaan, joka ei vapaaehtoisesti suostu noudattamaan normeja, joita muut selvitysosapuolet jo noudattavat. Tappionjakosopimusta ei mainita 8 §:ssä joustavuuden takia. Suomen valtiota ja Suomen Pankkia ei voida pakottaa sopimukseen.

Pykälän 2 momentissa säädetään selvitysyhteisön velvollisuudesta kattaa selvitystoiminnassa syntyviä riskejä vakuuksilla. Vakuuksien asettamisesta vastaavat ensi sijassa selvitysosapuolet. Arvo-osuusympäristössä pantteina voidaan tarkoituksenmukaisesti käyttää selvityksen kohteena olevia arvo-osuuksia. Myös arvopaperipohjaisessa selvityksessä voidaan vakuutena käyttää luovutettavia arvopapereita. Selvitysyhteisön ja selvitysosapuolten vakuushallinnon helpottamiseksi ehdotetaan 11 §:ssä, että vakuus-oikeus selvityksen kohteena oleviin arvopapereihin syntyy suoraan lain nojalla. Näm-

vakuudet ovat kuitenkin vain osa selvitysyhteisön tarvitsemista vakuuksista. Esimerkiksi vakuuksien arvostusperiaatteet saattavat vaatia muidenkin vakuuksien hankkimista. Selvitysyhteisö voi muun muassa edellyttää, että selvitysosapuolet toimittavat sille kiinteän, nopeasti rahaksi muutettavan perusvakuuden selvityksestä johtuvien saamisten turvaamiseksi. Vakuustarve riippuu olennaisesti selvitysyhteisön toiminnan muodosta ja selvitysyhteisön vastuista toiminnassa. Vakuuksien riittävytyydellä ja turvaavuudella on erityisen suuri merkitys toiminnan luotettavuuden kannalta silloin, kun selvitysyhteisö ottaa vastuun kauppoihin liittyvien velvoitteiden täyttämistä. Vakuusvaatimukset ja vakuuksien asettamisen menettely määrittellään yksityiskohtaisesti selvitysyhteisön säännöissä, jotka asianomainen ministeriö 4 §:n nojalla vahvistaa. Säännöissä voidaan esimerkiksi määrätä, että valtiolle ja keskuspankille asetetaan lievemmät vakuusvaatimukset kuin muille selvitysosapuolille.

Pykälän 3 momenttiin sisältyvä säännös edesauttaa selvitystoimintaa turvaavien varojen kartuttamista selvitysyhteisön kirjanpidossa voidaan erottaa omaan pääomaan luettava selvitysrahasto. Rahasto voisi myös toimia itsenäisenä oikeushenkilönä esimerkiksi arvopaperikeskuksen rahaston yhteydessä arvo-osuusjärjestelmästä annetun lain 19 §:n mukaisesti. Rahastoon siirrettävistä varoista määrätään selvitysyhteisön yhtiöjärjestyksessä tai selvitysyhteisön ja itsenäisen rahaston säännöissä. Lisäksi selvitysyhteisön kokous voi tehdä päätöksen varojen siirtämisestä selvitysrahastoon taseen vapaasta omasta pääomasta. Selvitysrahaston sääntely vastaa siten osittain osakeyhtiön vararahastoa koskevaa sääntelyä osakeyhtiölain 12 luvun 3 §:ssä. Yhteisö voi lisäksi säännöissään määrätä selvitysosapuolten velvollisuudesta kartuttaa rahastoa kannatusmaksuilla. Osapuolet saattavat joutua sitoutumaan tappionjakosopimuksessa selvitysyhteisön tappioiden kattamiseen. Selvitysrahaston avulla voidaan etukäteen pienentää tappionjakosopimuksesta mahdollisesti aiheutuvia velvoitteita. Rahaston kartuttamisvelvollisuus saatetaan esimerkiksi sitoa selvitysosapuolen vastuiden määrään. Selvitysrahastoon siirrettyjä varoja voidaan momentin mukaan käyttää ensisijaisesti selvitystoiminnasta syntyvien tappioiden ja vastuiden kattamiseen. Tämän lisäksi rahaston varoja voidaan palauttaa kartutusmaksuja suorittaneille



selvitysosapuolille tai jakaa voittona selvitysyhteisön osakkaille vain rahoitustarkastuksen erikseen antamalla luvalla tai silloin, kun selvitysyhteisö purkautuu. Rahoitustarkastus ei saa antaa lupaa varojen palauttamiseen tai jakoon, jos se voi vaarantaa selvitysyhteisön toiminnan luotettavuuden.

Pykälän 4 momentissa osoitetaan yleinen arviointiperuste, jonka mukaan turvallisuutta lisäävät toimenpiteet on suoritettava. Selvitysyhteisön tulee omia varoja kartuttamalla, tappionjakosopimuksilla, selvitysrahastolla sekä vakuuksia, vakuutuksia ja takauksia hankkimalla turvata toimintansa luotettavuus koko toiminta-aikana. Pykälässä tarkoitettut turvaamiskeinot ovat vakuusvaatimuksia lukuunottamatta tahdonvaltaisia. Selvitysyhteisön toiminnan järjestämisessä voidaan valita toimintaan parhaiten sopivat menettelytavat ja järjestelyt toiminnan turvaamiseksi. Säännöksen tarkoituksena on varmistaa, että selvitysyhteisön ja selvitysosapuolten valitsemat keinot yhdessä riittävät varmistamaan selvitysyhteisön toiminnan jatkumisen. Valvontaviranomaisten on jatkuvasti tarkkailtava selvitysyhteisön toiminnan turvallisuutta. Jos selvitysyhteisön riskienhallintakyky huononee, on yhteisön ryhdyttävä parantamaan luotettavuutta. Tällöin yhteisö voi valita 4 momentissa mainituista keinoista.

Säännöksessä ei aseteta selvitysyhteisölle erillistä vakavaraisuusvaatimusta. Vakavaraisuudella tarkoitetaan yhteisön oman pääoman suhdetta riskiltään vaihteleviin saamiin ja taseen ulkopuolisiin eriin. Selvitysyhteisön toiminta ja vastuu voidaan järjestää niin monella eri tavalla, että yhtenäisen vakavaraisuusvaatimuksen määrittäminen on vaikeaa. Selvitysyhteisön vakavaraisuus voi tilapäisesti heikentyä esimerkiksi tilanteessa, jossa yhteisö joutuu vakuuksien rahaksimuuttamisen ajaksi rahoittamaan maksukyvyttömän selvitysosapuolen selvittäväksi antamia kauppoja. Selvitettävien kauppojen arvo voi olla yhteisön taseeseen ja omaan pääomaan verrattuna moninkertainen. Jos selvitysyhteisölle asetettaisiin erityinen vakavaraisuusvaatimus, saattaisi yhteisö joutua lisäämään omaa pääomaansa väliaikaisesti siihen asti, kunnes vakuudet on realisoitu. Pääoman lisääminen väliaikaisen rahoitustilanteen takia ei ole tarkoituksenmukaista, jos yhteisö on etukäteen varmistanut maksuvalmiutensa ja määritellyt ehdotettavan säännöksen mukaiset menettelytavat lopullisen tappion kattamiseksi. Myöskään Euroopan

unionin lainsäädäntö ei edellytä selvitysyhteisöltä erityistä vakavaraisuutta.

8 §. *Selvitysosapuoli.* Pykälässä säädetään selvitysosapuolen oikeuksien myöntämisen perusteista ja oikeuksien peruuttamisesta sekä selvitysosapuolen ja arvopaperinvälittäjän välisestä suhteesta. Suurin osa selvitysosapuolille asetettavista vaatimuksista johtuu ehdotettavan lain mukaan viranomaismääräyksistä ja ennen kaikkea selvitysyhteisön säännöistä. Selvitysosapuoleksi hyväksymisen pääperiaatteet kirjataan kuitenkin lakiin. Ehdotettavalla säännöksellä pyritään edistämään selvitystoiminnan luotettavuutta. Selvitystoimintaa tulee harjoittaa vain sellaisten osapuolten välillä, joilla on riittävä kyky huolehtia toimintaan kuuluvista tehtävistä luotettavasti. Tästä syystä selvitysosapuolelle asetetaan erillinen osakepääomavaatimus.

Pykälän 1 momentissa määritellään ne tahot, jotka selvitysyhteisön on hyväksyttävä selvitysosapuoliksi. Selvitysosapuolen oikeudet on ensinnäkin myönnettävä Suomen valtiolle ja Suomen Pankille sekä arvopaperipörssille ja optioyhteisölle. Valtio on kasvaneen lainanottotarpeensa vuoksi tällä hetkellä keskeisin joukkovelkakirjojen liikkeeseenlaskija. Valtioenemmistöisten osakeyhtiöiden osittaisesta yksityistämisestä johtuu, että valtio toimii myös merkittävänä sijoittajana osakemarkkinoilla. Julkisen vallan toiminta arvopaperimarkkinoilla perustuu yleishyödyllisyyteen. Näistä syistä valtion on voitava hankaluuksitta päästä osalliseksi selvitysjärjestelmiin ilman, että periaatteessa yksityinen selvitysyhteisö asettaa osallistumiselle ehtoja tai koettaa estää toimintaa. Suomen Pankki puolestaan käy kauppaa rahamarkkinoilla rahapoliittisten tavoitteiden toteuttamiseksi. Keskuspankki vastaa myös suureksi osaksi maan rahoitusjärjestelmän vakaudesta. Siksi keskuspankki on hyväksyttävä osapuoleksi selvitysjärjestelmiin. Ehdotuksella pyritään varmistamaan keskuspankkipolitiikan harjoittamisen luotettavat lainsäädännölliset edellytykset. Esimerkiksi sijoituspalveludirektiivillä asetettuja oikeuksia ei uloteta palvelujen tarjoamiseen, jos osapuoli on valtio tai keskuspankki (2 artiklan 4 kohta). Rajauksesta on säädetty sijoituspalvelu yrityksistä annetun lain 1 §:n 4 momentissa. Jäsenvaltiot ovat siten edelleen täysimääräisesti vastuussa omien rahapoliittisten toimenpiteidensä toteuttamisesta. Edellä mainituista syistä valtio ja Suomen

Pankki voivat tällä hetkellä pitää arvo-osuusrekisteriä ilman toimilupaa.

Sijoituspalveludirektiivin 15 artiklan 1 kohdan mukaan sellaisten sijoituspalveluyritysten ja luottolaitosten, joilla on toimilupansa mukaan oikeus käydä kauppaa omaan lukuunsa ja toteuttaa toimeksiantoja kolmansien lukuun, on voitava päästä joko suoraan tai välillisesti markkinoiden selvitysjärjestelmiin. Artiklan 3 kohdan mukaan jäsenvaltioiden on varmistettava, että tällaiset sijoituspalveluyritykset ja luottolaitokset pääsevät osallisiksi säännellyille markkinoille joko perustamalla sivuliikkeen tai tytäryhtiön vastaanottavassa jäsenvaltiossa. Jos säännellyt markkinat toimivat ilman fyysisen läsnäolon vaatimusta, voidaan sijoituspalveluyrityksille ja luottolaitoksille artiklan 4 kohdan mukaan tarjota mahdollisuus päästä vastaanottavan jäsenvaltion säännellyille markkinoille ilman sijoittautumisvelvollisuutta. Vaatimuksista on säädetty 3 luvun 6 a §:ssä. Direktiivin johdanto-osan mukaan säännellyille markkinoille pääsyä koskevia viittauksia on sovellettava selvitystoimintaa harjoittaviin toimielimiin, jos nämä toimivat jäsenvaltiossa erillään markkinoista.

Päätöksen selvitysosa puolen oikeuksien myöntämisestä tekee selvitys yhteisö, joka on yksityisoikeudellinen osakeyhtiö. Sijoituspalveludirektiivin asettamat velvoitteet puolestaan koskevat Suomen valtiota, jonka on taattava direktiivin tarkoittamat oikeudet ulkomaalaisille sijoituspalveluyrityksille ja luottolaitoksille, joilla on kotipaikka Euroopan talousalueella. Yhden toimiluvan periaatteen mukaisesti yhdessä jäsenvaltiossa myönnetty toimilupa oikeuttaa sijoituspalveluyrityksen ja luottolaitoksen toimimaan myös muissa jäsenvaltioissa. Tästä syystä on tarpeen rajata selvitys yhteisön päätöksentekoa silloin, kun oikeuksien myöntäminen koskee sijoituspalveludirektiivin tarkoittamia yhteisöjä. Pykälässä ehdotetaan, että selvitys yhteisön on myönnettävä selvitysosa puolen oikeudet arvopaperinvälittäjälle, joka täyttää selvitysosa puolelle asetettavat vaatimukset. Ehdotus vastaa 3 luvun 6 a §:n ja 12 a §:n säännöksiä pörssivälittäjän ja muun arvopaperipörssissä toimivan oikeuksien myöntämisestä sekä arvopaperinvälittäjän oikeuksien myöntämisestä muuhun julkiseen kaupankäyntiin. Arvopaperinvälittäjän määritelmä sisältyy 1 luvun 4 §:n 1 momenttiin, jonka mukaan arvopaperinvälittäjiä ovat sijoituspalveluyritysten lisäksi muun muassa

luottolaitokset, ulkomaisen luottolaitoksen Suomessa olevat sivukonttorit sekä sijoituspalvelujen tarjoamiseen oikeutetut muut yritykset, kuten ulkomaiset sijoituspalveluyritykset.

Momentissa määritellään yleiset vähimmäisedellytykset, joiden perusteella hakija voidaan hyväksyä selvitys yhteisön järjestelmään. Momentin 1 kohdassa edellytetään arvopaperinvälittäjältä kiinteää toimipaikkaa Suomessa. Vaatimus vastaa sijoituspalveludirektiivin 15 artiklan 2 kohtaa. Selvitys yhteisön on siten myönnettävä selvitysosa puolen oikeudet vain suomalaisille tai Suomeen sijoittautuneille arvopaperinvälittäjille. Toisessa kohdassa edellytetään, että selvitysosa puoleksi pyrkivä yhteisö täyttää lain, viranomais määräysten ja selvitys yhteisön sääntöjen asettamat vaatimukset. Määräyksillä tarkoitetaan asianomaisen ministeriön 13 §:ssä säädetyn määräystenantovaltuuden perusteella annettavia normeja. Vaatimus on tarpeellinen selvitys yhteisön toiminnan luotettavuuden varmistamiseksi, mutta myös siitä syystä, että selvitysosa puoleksi hakevat arvopaperinvälittäjät tulee asettaa samaan asemaan. Sijoituspalveludirektiivin 28 artiklan mukaan jäsenvaltioiden on huolehdittava, että direktiiviä sovelletaan ketään syrjimättä. Viranomaisen määräyksissä ei siksi saa asettaa syrjiviä vaatimuksia, ja viranomaisen on valvottava, ettei itsesääntely sisällä syrjiviä ehtoja.

Momentin 3 kohdan mukaan selvitysosa puoleksi pyrkivän yhteisön on sitouduttava noudattamaan selvitys yhteisön sääntöjä. Vaatimus on sijoituspalveludirektiivin 15 artiklan 2 kohdan kolmannen kappaleen mukainen. Sitoutumisen vaatimus on itse asiassa itsesääntelyn sitovuuden perusta. Itsesääntelyssä asetettuja sanktioita voidaan esimerkiksi tuomioistuimessa saattaa voimaan vain, jos selvitysosa puolet ovat nimenomaisesti velvoittautuneet sääntömääräyksiin.

Selvitys yhteisön ja valvontaviranomaisten on arvioitava selvitysosa puoleksi pyrkivää yhteisöä koko selvitystoiminnan kannalta. Jos yhteisön maksuvalmius tiedetään heikoksi tai jos yhteisö on ottanut huomattavia avoimia riskejä muussa toiminnassaan, tulee selvitys yhteisön tarkkaan harkita, voiko hakijan osallistuminen vaarantaa selvitystoiminnan luotettavuuden. Jos selvitysosa puolen oikeuksien myöntäminen hakijalle saattaa vaarantaa selvitys järjestelmän tai selvitys yhteisön 5 §:n nojalla harjoittaman toi-

minnan, ei oikeuksia saa myöntää (4 kohta).

Viimeisessä kohdassa asetetaan selvitysosapuolille viiden miljoonan markan osakepääoman vaatimus. Vaatimus on korkeampi kuin markkinariskidirektiivissä asetettu korkein pääomavaatimus (730 000 ecua eli vuoden 1997 elokuun keskikurssin mukaan noin 4,3 miljoonaa markkaa). Sijoituspalveludirektiivin 15 artiklan 2 kohdan mukaan jäsenvaltioilla on oikeus asettaa markkinariskidirektiivin määräysten lisäksi muita pääomavaatimuksia vain asioissa, jotka eivät kuulu markkinariskidirektiivin soveltamisalaan. Markkinariskidirektiivi ei koske selvitysosapuolen toimintaa ja riskienhallintaa, vaikka selvitysosapuoli määrittelläänkin direktiivin 2 artiklan 19 kohdassa. Selvitysosapalvelut eivät kuulu sijoituspalveludirektiivin mukaan sellaisiin palveluihin, joihin voitaisiin myöntää direktiivin mukainen toimilupa. Sijoituspalveludirektiivi ei siten estä markkinariskidirektiivin soveltamisalan ulkopuolisen lisäpääomavaatimuksen asettamista selvitysosapuolelle. Korkealla vaatimuksella osoitetaan, että selvitystoimintaan voivat osallistua vain yhteisöt, joilla on riittävät edellytykset huolehtia uskottavasti selvitystoiminnan edellyttämistä tehtävistä. Pääomavaatimusta koskevan kohdan sanamuodosta johtuu, että selvitysosapuoleksi pyrkivän yksityisoikeudellisen yhteisön on oltava osakeyhtiö, osuuskunta tai näihin verrattava yhteisö. Pääomavaatimuksen täyttämistä ja noudattamista valvoo rahoitustarkastuksen lisäksi myös selvitysyhteisö. Toisaalta selvitysyhteisö voi säännöissään asettaa myös korkeamman pääomavaatimuksen. Laissa asetettavalla osakepääoman vaatimuksella pyritään lisäämään selvitystoiminnan yleistä uskottavuutta. Esimerkiksi kaikilla pörssivälittäjillä ei tällä hetkellä ole vaatimuksen mukaista osakepääomaa. Lain tarkoituksena ei tulekaan pitää sitä, että kaikkien arvopaperinvälittäjien on välttämättä osallistuttava selvitysosapuolina selvitystoimintaan. Sijoituspalveluyritys voi esimerkiksi keskittyä pelkästään kaupankäyntiin ja antaa kaupat selvitetäväksi pykälän vaatimukset täyttävälle selvitysosapuolille. Näin arvopaperinvälittäjän ei välttämättä tarvitse sijoittaa pääomia järjestelmäyhteyksien luomiseen. Jotta arvopaperinvälittäjien jo tekemiä atk-investointeja voidaan riittävästi hyödyntää, on lain voimaantulon yhteydessä varmistettava riittävän joustava sopeutumisaika, jonka kuluessa investoinnit voidaan poistaa kirjanpidossa.

Pykälän 2 momentissa säädetään yhteisöistä, joille selvitysyhteisö voi harkintansa mukaan myöntää selvitysosapuolen oikeudet. Näillä yhteisöillä ei ole subjektiivista oikeutta päästä selvitysosapuoliksi, vaan selvitysyhteisöllä on oikeus hylätä myös asetetut vaatimukset täyttävän hakijan hakemus. Selvitysyhteisö voi ensinnäkin myöntää selvitysosapuolen oikeudet hakijalle, jolla ei ole kiinteää toimipaikkaa Suomessa, mutta joka on saanut arvopaperinvälittäjältä edellytetyä toimilupaa vastaavan toimiluvan Euroopan talousalueella. Ehdotus perustuu sijoituspalveludirektiivin 15 artiklan 4 kohtaan, jonka mukaisesti Suomeen sijoittautumattomalle arvopaperinvälittäjälle voidaan myöntää oikeus toimia selvitysjärjestelmässä, jos järjestelmä toimii ilman fyysisen läsnäolon vaatimusta. Direktiivissä ei ole asetettu jäsenvaltiolle ehdotonta velvollisuutta taata ulkomaiselle arvopaperinvälittäjälle oikeus osallistua selvitysjärjestelmään, jos välittäjä ei ole sijoittunut jäsenvaltioon. Jäsenvaltiolla ei kuitenkaan ole oikeutta kieltää toimiluvan saaneita arvopaperinvälittäjiä osallistumasta tällaisiin kaupankäynti- ja selvitysjärjestelmiin muissa jäsenmaissa. Suomen valtiolla ei myöskään ole oikeutta kieltää suomalaista selvitysyhteisöä tarjoamasta työasemayhteyksiä ulkomaisille arvopaperinvälittäjille. Tällaisten välittäjien on kuitenkin täytettävä kiinteän toimipaikan vaatimusta lukuunottamatta muut vaatimukset, joita 1 momentissa asetetaan. Muille kuin edellä mainituille arvopaperinvälittäjille voidaan myöntää selvitysosapuolen oikeudet vain asianomaisen ministeriön määräämin ehdoin. Hakijana voi tällöin olla sekä suomalainen että ulkomainen yhteisö. Hakijayhteisön on täytettävä 1 momentin 2—5 kohdissa tarkoitettut vaatimukset. Julkisen vallan vaikutusmahdollisuuksien turvaaminen on katsottu tarpeelliseksi siitä syystä, että markkinariskidirektiivin mukainen riskienhallintajärjestelmä ei koske muita yhteisöjä kuin luottolaitoksia ja sijoituspalveluyrityksiä. Siksi muiden yhteisöjen osallistumista selvitysjärjestelmään on aina arvioitava erikseen. Asianomaisen ministeriön määräämien ehtojen täyttäminen on välttämätön edellytys selvitysosapuolen oikeuksien myöntämiselle, mutta ratkaiseva tekijä on kuitenkin selvitysyhteisön päätös hakemuksesta. Säännöksessä ei sinänsä rajoiteta yhteisöryhmiä selvitystoiminnan ulkopuolelle. Siten esimerkiksi arvopaperipörssi, toinen selvitysyhteis-

sö, optioyhteisö ja arvo-osuusrekisterin pitäjät voivat hakea oikeutta toimia selvitysosaapuolina. Selvitys yhteisön toiminnan järjestäminen tehokkaaksi ja turvallisiksi saattaa edellyttää, että nämä yhteisöt osallistuvat suoraan selvitys järjestelmään. Lisäksi selvitysosaapuoliksi voidaan hyväksyä sellaisia merkittäviä sijoittajia, jotka haluavat itse osallistua suoraan selvitys järjestelmään. Markkinoiden kehittyessä saattavat huomattavia sijoitusvaroja hallitsevat yhteisöt, kuten vakuutusyhtiöt, eläkelaitokset ja rahastoyhtiöt, pyrkiä hoitamaan omien kauppajensa selvityksen suoraan selvitys yhteisön kanssa. Tällaista kehitystä ei ole syytä estää arvopaperimarkkinalaisäädännöllä. Viranomaiset, jotka ehdotuksen mukaan voivat säännellä uudentyypisten selvitysosaapuolien hyväksymistä selvitys järjestelmään, voivat yhteisellä näkemyksellä asettaa kilpailuhaasteita muille markkinaosapuolille. On kuitenkin huomattava, että samalla kun merkittävä sijoittaja hyväksytään selvitysosaapuoleksi, tulee siitä rahoitustarkastuksen valvottava yhteisö. Ulkomaisista hakijoista saattavat selvitysosaapuolen oikeuksia hakea esimerkiksi ulkomaiset arvo-osuusrekisterit, Euroclearin ja Cedelin tyyppiset arvopaperien selvitys- ja talletuslaitokset sekä kansalliset arvopaperikeskukset, kuten Ruotsin Värdepapperscentralen VPC Ab.

Selvitys yhteisö ratkaisee selvitysosaapuolen oikeuksia koskevat hakemukset. Yhteisön tehtävä on tutkia, että hakija täyttää 1 ja 2 momentissa asetetut vaatimukset. Tutkimisvelvollisuuteen ei vaikuta se, että selvitysosaapuolen oikeudet on myönnettävä tiettyille arvopaperinvälittäjille tai se, että tiettyjen hakemusten hyväksymiseen vaaditaan asianomaisen ministeriön asettamien edellytysten täyttäminen.

Pykälän 3 momentin mukaan selvitysosaapuolen oikeudet on peruutettava, jollei osapuoli enää täytä asetettuja vaatimuksia. Tällä tarkoitetaan sekä itse säännöksestä, asianomaisen ministeriön päätöksestä että selvitys yhteisön säännöistä johtuvia vaatimuksia. Ensijainen peruutusvelvollisuus on selvitys yhteisöllä. Lisäksi ehdotetaan, että rahoitustarkastus voi arvopaperimarkkinoita kohtaan tunnetun luottamuksen vahvistamiseksi tai muusta erityisen painavasta syystä päättää selvitysosaapuolten oikeuksien peruuttamisesta. Tällainen toimenpide voi johtua esimerkiksi osapuolen tehtävien huonosta hoitamisesta tai väärinkäytöksistä. Oikeuk-

sien peruuttaminen voi liittyä myös rahoitusmarkkinoilla syntyneeseen kriisitilanteeseen. Ehdotettu momentti vastaa sanamuodoltaan optiokauppalaain 2 luvun 10 §:n 2 momenttia ja 12 §:n 2 momenttia, joissa säädetään välittäjän ja meklarin oikeuksien peruuttamisesta.

Sijoituspalveludirektiivin 15 artiklan mukaan sijoituspalveluyritysten ja luottolaitosten tulee päästä osallisiksi selvitys järjestelmiin, joita tarjotaan säänneltyjen markkinoiden jäsenille. Tätä periaatetta on noudatettava ketään syrjimättä. Suomen valtiolla puolestaan on velvollisuus varmistaa markkinoille pääsy. Direktiivin 26 artiklassa edellytetään lisäksi, että sijoituspalveluyrityksiä koskeviin päätöksiin on voitava hakea tuomioistuimelta muutosta. Siksi pykälän 4 momentissa ehdotetaan, että selvitys yhteisön tekemä, selvitysosaapuolen asemaa koskeva päätös voidaan saattaa rahoitustarkastuksen käsiteltäväksi 30 päivän kuluessa päätöksestä. Selvitys yhteisö ei ole viranomainen eikä sen päätöksiin voida hakea muutosta muutoksenhausta hallintoasioissa annetun lain (154/1950) mukaisesti. Selvitysosaapuolen hakemuksesta annettu hylkäämispäätös tai selvitysosaapuolen oikeuksien peruuttamista koskeva päätös saattaa kuitenkin rikkoa Suomen valtion kansainvälisiä velvoitteita. Tästä syystä asia on voitava saattaa julkisoikeudelliseen muutoksenhakumenettelyyn.

Saatuaan hakijan valitusasian käsiteltäväkseen rahoitustarkastus voi muuttaa selvitys yhteisön päätöstä, jättää sen voimaan, palauttaa asian selvitys yhteisön käsiteltäväksi tai päättää asian kokonaan uudelleen. Rahoitustarkastuksen päätöksestä voidaan rahoitustarkastuslain 24 §:n mukaan valittaa edelleen korkeimpaan hallinto-oikeuteen. Tällä tavalla selvitys yhteisön ja hakijan välinen, muodollisesti yksityinen asia voidaan saattaa hallintopäätöksen muutoksesta säädettyyn menettelyyn. Rahoitustarkastus käsittelee asiaa kuitenkin vain silloin, kun selvitysosaapuolen asemaa hakeva yhteisö valittaa selvitys yhteisön päätöksestä.

Jotta rahoitustarkastus voi asianmukaisesti valvoa selvitys yhteisön päätöksentekomenettelyä, tulee selvitys yhteisön omaaloitteisesti toimittaa välittömästi kaikki selvitysosaapuolen asemaa koskevat päätöksensä rahoitustarkastuksen tiedoksi. Selvitys yhteisön tiedonantovelvollisuus vastaa arvopaperimarkkinalaisin 3 luvun 6 §:n 1 momentin 8 kohdassa pörssin hallitukselle asetettua velvolli-

suutta ilmoittaa tietyistä päätöksistään rahoitustarkastukselle.

Pykälän 4 momenttia vastaava erityinen säännös sisältyy arvopaperin pörssilistalle ottamista koskevaan 3 luvun 11 §:n (740/1993) 4 momenttiin, jonka mukaan arvopaperipörssin tekemästä hylkäävästä listalleottopäätöksestä voidaan valittaa. Säännös otettiin arvopaperimarkkinalakiin listalleotto-direktiivin määräysten perusteella.

Pykälän 5 momentin mukaan selvitysosa-puoleen sovelletaan tietyjä normeja, jotka koskevat arvopaperinvälittäjä. Ensinnäkin halutaan varmistaa se, että selvitysosa-puolelta voidaan tehdä markkinoilla 4 luvun 5 a §:n 3 momentissa määriteltyjä lainaus- ja takaisinostosopimuksia ja selvittää niitä selvitys-yhteisössä ilman arvopaperinvälittäjän myötävaikutusta. Selvitysosa-puolen on toiseksi eroteltava asiakasvarat 4 luvun 5 a §:n mukaisesti. Velvollisuus koskee luonnolli- sesti ensinnäkin selvitysosa-puolen omia asiakkaita. Selvitysosa-puolelle asetettavien vaatimusten takia osa arvopaperinvälittäjistä ostanee selvityspalvelut joltakin selvitysosa- puolelta. Säännös velvoittaa selvitysosa-puolen erottelemaan selvittävänä annetut, välittäjän asiakkaiden varat samalla tavalla kuin selvitysosa-puolen on eroteltava omien asiakkaidensa varat. Asiakasvarojen erotta- misesta ja asiakkaan suojaamisesta selvitys- toiminnassa säädetään lisäksi osittain arvo- osuustileistä annetun lain 16 §:n kaupintati- lisäännöksessä.

9 §. *Selvitysosa-puolen aseman turvaami- nen.* Osapuoli, joka selvitystoiminnassa luovuttaa oman suorituksensa saamatta välitöntä vastasuoritusta, joutuu kantamaan riskin koko suorituksen menettämisestä (pääomari- ki). Selvitysosa-puolelta ei yleensä voi hyväksyä tällaista riskiä edes järjestelmässä, jossa selvitystä hallinnoi selvitys-yhteisö. Tästä syystä selvitys-järjestelmät pyritään kansainvälisesti toteuttamaan niin, että ne tuottavat suoritukselle välittömän vastasuori- tuksen. Toimitus maksua vastaan -periaate (engl. *delivery versus payment*) kuuluu mo- niin kansainvälisiin suosituksiin. Varsinaisen raha- tai tilimaksun veroiseksi hyväksytään yleensä myös riittävän luotettavien luottolai- tosten takaukset sekä selvitys-yhteisön sitou- tuminen vastaamaan maksusta. Selvi- tysosa-puolten on kuitenkin saatava toimitus- taan vastaan riittävän varma, peruuttamaton ja nopeasti toteutettavissa oleva sitoumus vastasuorituksesta (engl. *guaranteed and ir-*

*revocable payment*).

Voimassa olevan arvo-osuustileistä an- netun lain 16 §:n 1 momentin toisessa virk- keessä säädetään, että arvo-osuus saadaan siirtää kaupintatililtä luovutuksensaajan arvo- osuustilille maksua vastaan. Tämä säännös sisältää siten kaupintatilien avulla to- teutettavaa selvitystä koskevan toimitus maksua vastaan -säännön. Ehdotettavassa pykälässä toimitus maksua vastaan -sääntö kirjataan lakiin yleisemmässä muodossa. Sääntö koskee myös kaupintatilien avulla toteutettavaa selvitystä. Selvitystoiminnan luotettavuuden takia viranomaiset eivät saa hyväksyä järjestelmää, jossa periaatetta ei noudateta. Selvitys-yhteisön säännöistä on käytävä ilmi, miten osapuolten pääomari- ki vältetään yhteisön ylläpitämässä järjestel- mässä. Markkinariskidirektiivin mukaan su- ritus, jonka sijoituspalveluyritys tai luottolai- tos on tehnyt ilman välitöntä vastasuoritusta, rasittaa sijoituspalveluyrityksen tai luottolai- toksen vakavaraisuutta. Tästä syystä pykälän mukainen vaatimus tulee helpottamaan sijoi- tuspalveluyritysten ja luottolaitoksen vakava- raisuuden ylläpitämistä. Suomen Arvopape- rikeskus Oy:n selvitys-järjestelmissä toimi- kset tapahtuvat jokseenkin yhtäaikaista maksua vastaan.

Säännöksen mukaan selvitys-yhteisö ei saa täyttää veloitetta selvitysosa-puolta kohtaan varmistumatta siitä, että osapuolen vas- tasuoritus on peruuttamattomasti tehty. Fyy- sisinä asiakirjoina liikkeessä olevien arvopa- perien toimitus täytetään luovuttamalla arvo- paperien hallinta. Arvo-osuus-järjestelmässä vastaava oikeusvaikutus saadaan aikaan tili- kirjauksella. Velvoite voidaan täyttää myös siten, että selvityksen kohteena olevat arvo- osuudet siirretään peruuttamattomasti osa- puolen kaupintatilille, jolta selvitys-yhteisö siirtää suorituksia toisille selvitysosa-puolille. Yhteisön käyttöoikeus osapuolten kaupintati- leihin voidaan taata esimerkiksi selvityssään- nöissä.

Toimitus maksua vastaan -periaatteen to- teuttaminen saattaa vaatia, että selvitys-yh- teisöllä on suora yhteys maksujenvälitys-jär- jestelmään. Maksut voidaan toteuttaa kuiten- kin myös likvideillä maksuvälineillä, kuten sekeillä. Jos kaikilla selvitysosa-puolilla on suora tai välillinen pääsy keskuspankin yllä- pitämään maksujenvälitys-järjestelmään, saa- tetaan maksut suorittaa tässä järjestelmässä säännöksen tarkoittamalla tavalla. Tällöin kuitenkin edellytetään, että maksut ovat lo-



pullisia ja peruuttamattomia.

Säännöstä on noudatettava siitä riippumatta, järjestetäänkö selvitys nettoperiaatteen mukaisesti vai kauppakohtaisesti. Säännös ei siten velvoita täyttämään jokaista yksittäistä kauppaa toimitus maksua vastaan -periaatteen mukaisesti. Säännös ei luonnollisesti edelleenkään estä selvitysosapuolia selvittäjästä kauppoja ilman maksun valvontaa (free of payment), jos osapuolet ovat sopineet tästä. Selvitys voidaan toteuttaa myös jaksottain ja velvoitteita yhdistämällä. Monenkeskisessä netotusjärjestelmässä toimitukset ja maksut eivät välttämättä aina ole vastakkaisia. Jos luovutukset esimerkiksi selvitetään päivittäin kootusti yhdessä selvityksen tietokoneajossa, saatetaan selvitysosapuolelle vahvistaa yhtä arvopaperilajia koskevista luovutuksista samanaikaisesti sekä arvopaperi- että rahasaatava. Tämä on mahdollista siitä syystä, että selvittävien, samaa arvopaperia koskevien kauppojen hintataso voi vaihdella päivän aikana huomattavasti. Selvitysosapuolena toimiva arvopaperinvälittäjä saattaa esimerkiksi aamupäivällä myydä asiakkaansa lukuun tietyn määrän arvopapereita ja ostaa iltapäivällä suuremman määrän vastaavia arvopapereita ensimmäistä kauppaa halvemmalla hinnalla. Näiden kauppojen perusteella osapuolen tulisi netotuksen perusteella saada sekä arvopapereita että rahaa. Siksi monenkeskisessä netotusjärjestelmässä pykälän mukainen velvoite toteutuu, jos selvitys on järjestetty niin, että selvitysosapuolet eivät joudu järjestelmässä alttiiksi suorituksen menettämisen vaaralle. Selvitystoiminnassa voidaan siten säännöksen estämättä järjestää velvoitteiden yhdistäminen ja suorittaa vain nettomääriä. Tällaisessa järjestelmässä tulee nettosuoritusten kuitenkin tapahtua vastavuoroisesti. Jos selvitysyhteisön toiminta on varmistettu riittäväällä vakuus-, maksuvalmius- ja tappionkatamisyjärjestelyillä, voivat selvitysosapuolet hyväksyä varsinaisten vastasuoritusten sijasta sen, että selvitysyhteisö sitoutuu kaupan vastuuseen osapuolia kohtaan.

Toimitus maksua vastaan -periaate koskee lain nojalla vain selvitysosapuolten ja selvitysyhteisön välisiä suhteita. Pykälää ei sitä vastoin sovelleta selvitysosapuolen ja loppuasiakkaan väliseen suhteeseen. Jotta vastavuoroiset ja samanaikaiset toimitukset ja maksut voitaisiin ulottaa loppuasiakkaisiin saakka, olisi arvo-osuuksien ja arvopaperien säilytys keskitettävä yhteen säilytysjärjestel-

mään. Tämän lisäksi tulisi maksujenvälitysjärjestelmässä voida siirtää maksuja eri pankeissa olevien pankkitilien välillä samanaikaisesti ja molemminpuolisesti. Tällaisella keskitetyllä säilytysjärjestelmällä ja maksujenvälitysjärjestelmällä olisi vielä oltava reaaliaikaisesti toimiva tietojärjestelmäyhteys keskenään. Pykälässä säädettävää periaatetta ei siten käytännössä voida nykyisissä järjestelmissä ulottaa kaikkiin loppuasiakkaisiin. Silti arvopaperinvälittäjien on luultavasti edelleen toteutettava kaupat suuriasiakkaita kohtaan toimitus maksua vastaan -periaatteen mukaisesti ja järjestettävä mahdollisesti tarvittava rahoitus itse. Lisäksi arvopaperinvälittäjiä koskeva hyvän tavan vaatimus edellyttää, etteivät välittäjät pidä asiakasvaroja hallussaan tarpeettomasti. Välittäjien ja asiakkaiden toimeksiantosopimuksissa määrätäänkin Helsingin Arvopaperipörssi Oy:n hallituksen antamien yleisten toimeksiantoehtojen mukaisesti esimerkiksi, että myydyistä arvopapereista saatavan kauppahinnan on oltava myyjäasiakkaan käytössä suorituspäivänä. Asiakasvarojen käsittelyä säännellään lisäksi ehdotetun 4 luvun 5 a §:n mukaan annettavissa rahoitustarkastuksen määräyksissä.

Ehdotettava säännös koskee selvitysjärjestelmää, jossa selvitysyhteisö täyttää osapuolten velvoitteita. Tällaisissa selvitysjärjestelmissä selvitysosapuolilla on riski selvitysyhteisön toiminnasta, ja siksi on syytä turvata selvitysosapuolten asema säännöksen mukaisella periaatteella. Jos selvitysosapuolet kuitenkin huolehtivat velvoitteiden täyttämisestä kahdenvälisesti, voivat osapuolet säädellä luovutuksista johtuvaa riskiään. Selvitysosapuolet voivat tällöin ottaa tietoisesti riskin vastasuorituksen laiminlyönnistä. Markkinariskidirektiivin mukainen vakavaraisuusvaatimus kuitenkin rajoittaa selvitysosapuolen riskinottoa.

Jos selvitysyhteisö laiminlyö pykälässä säädetyllä velvollisuutensa, on yhteisön korvattava tästä laiminlyönnistä aiheutunut vahinko 9 luvun 2 §:n vahingonkorvaussäännöksen mukaan.

Pykälän 2 momentissa ehdotetaan säädettäväksi selvitystoiminnan maksuliikenteestä, joka on arvopaperien toimituksen rinnalla selvityksen toteuttamisen toinen tärkeä osa. Selvitysosapuolten ja näiden asiakkaiden kannalta on tärkeää, ettei selvitysyhteisön toiminnassa synny riskiä siitä, että selvitysyhteisön haltuun selvityksen toteuttamista

varten annetut varat ovat vaarassa joutua selvitysyhteisön mahdollisessa konkurssissa konkurssimenettelyn kohteeksi. Tämä riski on otettu asianmukaisesti huomioon nykyisissä selvitysjärjestelmissä, eikä asianmukaisesti erotettuja varoja voi konkurssisäännön tai ulosottolain mukaan käyttää selvitysyhteisön velkojien tyydyttämiseksi. Kun selvitystoiminnan kansainvälinen läpinäkyvyys tulee jatkossa olemaan yhä tärkeämpi tekijä kansainvälistä yhteistyötä järjestettäessä, on tarkoituksenmukaista säätää selvyiden vuoksi myös selvitysyhteisön ylläpitämistä maksujenvälitystileistä. Ehdotetun säännöksen mukaan selvitysyhteisö saa selvitystoiminnan toteuttamiseksi avata omissa nimissään rahavarojen tilin Suomen Pankissa, talletuspankissa tai talletuksia vastaanottavassa ulkomaisen luottolaitoksen sivukonttorissa siten, että tilille vastaanotetaan ja siltä maksetaan selvitysosapuolten ja näiden asiakkaiden suorituksia. Tällaisella tilillä olevat varat eivät kuulu selvitysyhteisölle ja ne on pidettävä selvitysyhteisön kirjanpidossa erillään selvitysyhteisön varoista. Selvitysyhteisön on pidettävä ajantasaisesti kirjaa siitä, kenelle tilillä olevat varat kuuluvat. Rahoitustarkastus voi arvopaperimarkkinoita kohtaan tunnetun luottamuksen vahvistamiseksi antaa selvitysyhteisölle tarkemmat määräykset tässä yhteydessä tarkoitetuilla selvitysyhteisön avaamilla tileillä olevien asiakasvarojen erilläänpitämisestä sekä asiakkaan aseman turvaamisesta selvitystoiminnassa.

10 §. *Selvitysosapuolen varmistamisvelvollisuus.* Sen lisäksi, että selvitysyhteisön toiminnan tulee poistaa osapuolten riski suorituksen menettämisestä, tulee toiminnan vähentää myös osapuolen riskiä toisten osapuolten sopimusrikkomuksista. Säännöksessä edellytetään, että selvitysosapuoli varmistaa selvitetävien kauppajen tai muiden luovutusten täyttämisedellytykset riittävän huolellisesti. Säännöksessä luetellaan esimerkkejä keinoista, joilla selvitysosapuoli voi varmistaa täyttämisedellytyksiä.

Luotto- eli vastapuoliriskien kestoaikaa on kaikissa selvitysjärjestelmissä pyrittävä lyhentämään. Kaupan päättämisen ja toimitusajankohdan väliin jää järjestelmissä yleensä useita päiviä. Jos kaupan tehnyt arvopaperinvälittäjä tarkastaa asiakkaansa todellisen maksukykyyn vasta juuri ennen toimitushetkeä, saattaa asiakkaan mahdollinen sopimusrikkomus vaarantaa selvityksen toteutumisen. Vaikka välittäjä on itse velvolli-

nen maksamaan selvitettäväksi antamansa luovutuksen, saattaa välittäjän maksukyky olla riittämätön kaupan täyttämiseen. Tällainen uhka seuraa etenkin hyvin suurista kaupoista. Selvitysjärjestelmissä arvioidaan yleensä maksu- ja toimituspuutteita eri tavalla. Arvopaperien toimitus saattaa viivästyä teknisten seikkojen takia, ja tämän takia toimitusviivästyksiin ei kansainvälisesti yleensä suhtauduta niin ankarasti kuin maksuviivästyksiin. Maksuviivästyksiä tapahtuu harvemmin, ja niiden ajatellaan yleensä viittaavan maksukyvyttömyyteen. Suorituskyvytön osapuoli saattaa tehdä usean päivän ajan katteettomia kauppia ennen kuin ensimmäinen puute paljastuu selvitysjärjestelmässä. Vilpillisesti toimiva osapuoli voi siten vaarantaa koko järjestelmän, jollei osapuolien avoimia riskejä valvota riittävästi.

Vastapuoliriski pienenee, jos selvitysosapuolet tarkistavat ajoissa, että toimeksiantoja antaneet asiakkaat kykenevät viimeistään toimitusaikana täyttämään suoritusvelvollisuutensa. Selvitysosapuolelta voidaan varmistaa omat suorituksensa esimerkiksi varaamalla selvityksen kohteena olevan asiakkaan omaisuuden selvitystä varten. Useissa järjestelmissä selvitysyhteisö puolestaan tarkistaa selvitysosapuolten suorituskykyyn viimeistään siinä vaiheessa, kun yhteisö ottaa vastuun kaupasta. Selvitysyhteisö turvaa säännönmukaisesti oman asemansa vaatimalla vakuuksia. Mitä nopeammin kaupantekohetken jälkeen hyväksyminen tapahtuu, sitä nopeammin selvitysosapuolten vastapuoliriskit pienenevät ja sitä luotettavammin selvitysjärjestelmä toimii. Suorituspäivän siirtyminen tulee markkinariskidirektiivin mukaan rasittamaan sijoituspalveluyrityksen vakavaraisuutta. Kun direktiivin mukaiset velvoitteet on saatettu voimaan lainsäädännössä, käy luovutusten toteuttamisedellytysten varmistaminen yhä tärkeämmäksi.

Arvopaperimarkkinoiden eri osamarkkinoiden erojen ja järjestelmien jatkuvan kehityksen vuoksi ei ole tarkoituksenmukaista säätää erityisiä määräaikoja varmistamiseen tähtäville toimenpiteille. Laissa ei määritellä aikaa, jonka kuluessa selvitysyhteisön on hyväksyttävä tai hylättävä selvitettäväksi annettu kauppa. Tällaiset vaatimukset voidaan ottaa riittävästi huomioon itsesääntelyssä. Sen sijaan esitetään, että selvitysosapuolille asetetaan laissa nimenomainen velvollisuus varmistaa huolellisesti suorituksen edellytykset. Säännöksessä mainitaan muutamia

keinoja, joilla selvitysosapuoli voi täyttää säännöksen mukaisen velvollisuutensa. Selvitysosapuoli voi ensinnäkin turvata toimitusvelvoitteiden täyttämisen hankkimalla arvopaperit hallintaansa tai siirtämällä ne muun myyjäasiakkaasta riippumattoman tahon haltuun. Ostaja-asiakkaan maksuvelvollisuuden täyttäminen puolestaan voidaan varmistaa siirtämällä kauppahinta asiakasvarojen tilille. Arvo-osuusjärjestelmässä arvo-osuusten oikea-aikaisa siirtoa voidaan valmistella kirjaamalla asiakkaan arvo-osuustilille arvo-osuustileistä annetun lain 9 §:n mukainen luovutusrajoitus tai siirtämällä arvo-osuudet kaupintatilille. Säännöksen luettelo ei laadita tyhjentyväksi, koska luovutusten toteuttamisedellytysten varmistaminen voidaan erilaisissa selvitysjärjestelmissä hoitaa eri tavoin hyväksyttävästi.

Osapuolen tulee tarkistaa niiden arvopaperiluovutusten toteuttamisedellytykset, jotka osapuoli siirtää selvitykseen. Velvollisuus koskee ensinnäkin selvitysosapuolen omia ja asiakkaiden velvoitteita. Osapuolen vastuulla on kuitenkin myös sellaisten kauppojen varmistus, jotka selvitysjärjestelmään kuulumaton arvopaperinvälittäjä on antanut osapuolen selvittäväksi. Selvitysosapuolen ja arvopaperinvälittäjän tulee tällöin sopia riittävästä varmistusmenettelystä.

Huolellisuusvelvollisuuden keskeisin sisältö liittyy velvoitteen rikkomisen vaikutuksiin. Selvitystoimintaan sovelletaan 9 luvun 2 §:n 1 momentin vahingonkorvaussäännöstä. Säännöksen mukaan arvopaperimarkkinalain tai sen nojalla annettujen normien vastaisella menettelyllä aiheutettu vahinko on korvattava. Vahingonkorvausvelvollisuus ulottuu sopimussuhteen ulkopuolella aiheutettuihin vahinkoihin sekä niin sanottuihin puhtaisiin varallisuusvahinkoihin. Arvopaperimarkkinoilla syntyvät vahingot ovat yleensä juuri tällaisia esine- tai henkilövahinkoihin liittymättömiä vahinkoja. Kaupan varmistamista koskevan huolellisuusvelvoitteen rikkominen voi siten johtaa sekä sopimussuhteessa että sen ulkopuolella korvausvastuuseen. Tämän lisäksi ehdotetaan pykälän 2 momentissa, että selvitysosapuolet ovat velvollisia suorittamaan toisilleen tai selvitysyhteisölle selvitysyhteisön sääntöjen mukaisen korvauksen, jos arvopaperikaupan tai muun luovutuksen selvitys viivästyy siitä syystä, että osapuoli olennaisesti laiminlyö velvollisuuksiaan selvitystoiminnassa. Korvausvelvollisuus koskee selvittäväksi an-

nettuja kauppoja ja luovutuksia. Ennen selvittäväksi antamista määräytyy korvausvelvollisuus yleisten säännösten ja osapuolten välisten sopimussuhteiden perusteella. Korvauksen suuruus määrätään selvitysyhteisön säännöissä. Esimerkiksi aiemmin voimassa olleiden Helsingin Arvopaperipörssi Oy:n selvityssääntöjen mukaan arvopapereita koskeva viivästyskorvaus oli 0,1 prosenttia ja arvo-osuuksia koskeva korvaus 0,2 prosenttia viivästyneen suorituksen arvosta. Maksumuutoksen viivästyneestä oli puolestaan maksettava vähintään 16 prosentin suuruista viivästyskorkoa, joka määräytyi Suomen Pankin maksuvalmiusluoton koron mukaan lisätynä 10 prosentilla.

Viivästyseuraamuksilla pyritään vahinkojen korvaamisen lisäksi estämään se, että vilpillisesti toimiva osapuoli voi hyötyä laiminlyönneistään. Suomen markkinoilla toimivat ulkomaiset sijoittajat tietävät sen, että osakekauppojen selvityksessä joudutaan suorituspäivää Suomen Arvopaperikeskus Oy:n OM-selvityksessä usein siirtämään. Suorituspäivän siirto tarjoaa periaatteessa mahdollisuuden selvitysjärjestelmän epäasialliseen hyväksikäyttöön kaupan vastapuolen kustannuksella. Tällaiset mahdollisuudet on pyrittävä karsimaan kansallisten markkinoiden luotettavuuden ja houkuttelevuuden ylläpitämiseksi.

Ehdotettavan säännöksen mukaisen korvauksen on katsottu kannustavan osapuolia varmistamaan kauppojen ja luovutusten toteuttamisedellytykset. Korvaus maksetaan kaupan tai luovutuksen selvityksen vastapuolelle. Tämä on joko toinen selvitysosapuoli tai selvitysyhteisö. Selvitysyhteisö saa korvauksen silloin, kun yhteisö ottaa toiminnassaan vastuun kauppojen ja luovutusten täyttämisestä. Tällöin selvitysosapuoli ei kärsi vahinkoja viivästyksestä, koska osapuoli saa suorituksen selvitysyhteisöltä. Osapuolen tai selvitysyhteisön on osoitettava, että arvopaperikaupan tai luovutuksen selvittämättä jääminen johtuu toisesta selvitysosapuolesta. Ehdotettu korvausvelvollisuus ei kuitenkaan rajoita vahinkoa kärsineen osapuolen oikeutta saada täysimääräinen korvaus 9 luvun 2 §:n mukaisesti. Viimeksi mainittua säännöstä ei siten ole tarkoitettu korvata ehdotettavalla säännöksellä.

Ehdotettu korvausvelvollisuus on sillä tavoin tahdonvaltainen, että selvitysyhteisön säännöissä voidaan määrätä myös muita seuraamuksia huolellisuusvelvoitteen rikkomi-

sesta. Osapuoli, joka on säännöksen mukaan oikeutettu korvaukseen, voi tietenkin luopua korvauksesta. Korvausvelvollisuudesta voidaan siten sopia toisin. Jollei osapuoli luovu korvauksesta ja jos korvausvelvollinen osapuoli kieltäytyy maksamasta, korvausta voidaan muiden vahingonkorvausten tapaan viime kädessä periä tuomioistuinteitse.

Taloudelliset seuraamukset kannustavat selvitysosapuolia hoitamaan suoritusvelvoitteet huolellisesti. Jos selvitysosapuoli luottaa esimerkiksi ulkomaisen sijoittajan maksukykyyn ilman varmistuksia, kantaa osapuoli vastuun vahingollisista seuraamuksista. Selvitys yhteisön on puolestaan valvottava, etteivät osapuolen avoimena olevat kaupat ja muut luovutukset vaaranna selvitystoimintaa.

11 §. *Selvitys yhteisön ja selvitys osapuolen panttioikeus.* Selvitystoiminnan tehokkuuden ja luotettavuuden lisäämiseksi ehdotetaan pykälässä säädettäväksi selvitys yhteisön ja selvitys osapuolten panttioikeudesta selvityksen kohteena oleviin arvopapereihin. Säännös selkeyttää markkinoiden eri osapuolten oikeussuhteita ja helpottaa vakuushallintaa.

Pykälän 1 momentissa säädetään selvitys yhteisön panttioikeudesta, joka kohdistuu selvitys yhteisön omalle, selvitys osapuolen tai arvopaperinvälittäjän kaupintatilille kirjattuihin arvo-osuuksiin. Arvo-osuustileistä annetun lain 16 §:ään esitetään muutosta, jolla pyritään edesauttamaan kaupintatilien käyttöä selvitystoiminnassa. Nämä tilit voivat palvella myös vakuushallinnassa, koska niihin voidaan kohdistaa panttioikeuksia. Momentin sanamuodon mukaan selvitys yhteisö saa panttioikeuden vain arvopaperikaupan, ei muiden luovutusten perusteella. Arvopaperikauppaan liittyy kauppahinnan suoritusvelvollisuus, jonka vakuudeksi panttioikeus syntyy. Muulla tavalla luovutettuja arvo-osuuksia säännös ei koske. Kaupintatilejä koskevaan säännökseen ehdotetaan valtuutta määrätä arvopaperikeskuksen säännöissä kaupintatilien pitämisestä ja käytöstä. Säännöissä voidaan tarkemmin määrätä esimerkiksi kaupintatilien erottelusta. Lisäksi selvitys osapuolet voivat itse järjestää kaupintatilien pidon siten, että vain tietyt kaupintatilit voivat olla ehdotettavan panttioikeuden kohteina. Arvo-osuustileistä annetun lain 16 §:stä seuraa, etteivät ehdotetut panttioikeudet voi tulla sovellettaviksi, ennen kuin kaupintatilin käytöstä on määrätty tarkemmin arvopaperikeskuksen säännöissä. Arvopaperinvälittäjän oikeudesta luovuttaa

asiakkaan arvopapereita lakisääteisesti panttina olevalle kaupintatilille tai muutoin pantiksi selvitystoiminnassa säädetään 4 luvun 5 a §:n 2 momentissa.

Panttioikeuden tarve johtuu komisiokaupankäynnin rakenteesta. Vaikka kaupat tehdään asiakkaita edustavien arvopaperinvälittäjien nimissä, siirtyy arvopaperin omistusoikeus periaatteessa suoraan asiakkaiden välillä. Arvopaperinvälittäjät eivät saa omistusoikeutta arvopapereihin edes väliaikaisesti, koska välittäjät pyrkivät välttämään arvopapereihin liittyvän hintariskin. Välihenkilöinä toimivien arvopaperinvälittäjien, selvitys osapuolten ja selvitys yhteisön oikeudet voidaan turvata siirrettäviin arvopapereihin kohdistuvalla panttioikeudella. Panttioikeus on tietenkin tarpeeton sellaisessa kaupankäyntijärjestelmässä, jossa arvopaperit ostetaan arvopaperinvälittäjän omistukseen ja myydään välittäjän omaan lukuun eteenpäin.

Selvitys yhteisö saa panttioikeuden vastikkeeksi arvo-osuuksia koskevasta maksusta. Maksun veroisena pidetään myös sitä, että yhteisö ottaa vastuun maksusta. Näissä tilanteissa selvitys yhteisö joutuu kantamaan kauppaan liittyvät riskit. Panttioikeus toteuttaa osaltaan 9 §:n mukaista periaatetta, koska selvitys yhteisö saa oikeuden realisoida arvo-osuudet vain maksua tai maksusitoumusta vastaan. Jollei kaupan kohteena olevia arvo-osuuksia voitaisi käyttää vakuutena, olisi selvitys yhteisön 7 §:n mukaisesti turvattava saatavansa muilla keinoilla. Tällöin selvitystoiminta sitoo enemmän selvitys yhteisön ja selvitys osapuolten pääomia.

Tavallisesti selvitys yhteisön oikeus alkaa siitä hetkestä, jona yhteisö hyväksyy kaupan selvitettäväksi. Arvo-osuudet ovat tällöin myyjä osapuolen kaupintatilillä. Panttioikeuden turvin selvitys yhteisö voi suorittaa arvo-osuuksia koskevan maksun myyvälle selvitys osapuolelle, vaikka ostava osapuoli ei vielä olisikaan suorittanut omaa maksuaan. Luvun 9 § velvoittaa yhteisön toimittamaan arvo-osuudet ostavalle osapuolelle vain maksua vastaan. Selvitys yhteisö voi siten jatkaa selvitystä muiden osapuolten kanssa normaalisti, vaikka yksi osapuolista osoittautuisikin maksukyvyttömäksi. Selvitys yhteisön oikeuksien turvaamiseksi arvo-osuudet voidaan siirtää selvitys yhteisön kaupintatilille. Oikeudet voidaan suojata myös siten, että selvityksen ajaksi mahdollisuus kirjaamishakemusten tekemiseen selvitys osapuolen tai

arvopaperinvälittäjän kaupintatileille varataan vain selvitysyhteisölle, ja muiden kirjausten tekeminen estetään teknisesti. Selvitysyhteisön panttioikeus ulottuu ainoastaan momentissa lueteltuihin kaupintatileihin. Kun arvo-osuus siirretään tällaiselle kaupintatilille, laajenee panttioikeus koskemaan myös siirrettävää arvo-osuutta. Selvitysyhteisö ei vastaavasti voi vedota säännöksen mukaiseen panttioikeuteen enää sen jälkeen, kun arvo-osuus on siirretty kaupintatililtä.

Niiden velvoitteiden, joiden vakuutena arvo-osuudet kaupintatililla ovat, edellytetään olevan selvitysyhteisön sääntöjen mukaan vahvistettuja veloituksia. Nämä puolestaan voivat olla joko yhdistettyjä veloituksia tai kauppakohtaisia veloituksia. Säännös soveltuu siten myös selvitysjärjestelmään, jossa selvitysosapuolten veloituksia yhdistetään siten, että alkuperäiset veloitukset lakkaavat.

Kun selvitysyhteisö on maksanut arvo-osuudet tai ottanut vastuun maksusta, joutuu yhteisö kantamaan arvopapereihin liittyvän hintariskin. Ehdotettavan pykälän 4 momentin mukainen tehokas rahaksimuuttamisoikeus vähentää selvitysyhteisön tappionvaaraa tällaisessa tilanteessa. Selvitysyhteisöllä ei säännöksen sanamuodon mukaan ole oikeutta muuttaa rahaksi kaupintatililla olevaa arvo-osuutta enää sen jälkeen, kun arvo-osuuksia koskevat maksu- ja muut arvopaperikauppaan liittyvät veloitukset on täytetty selvityksessä. Tällöin selvitysyhteisöllä ei ole enää myöskään momentin tarkoittamia arvopaperikauppaan liittyviä saamia. Maksu voidaan suorittaa esimerkiksi nettovelvoitteen yhteydessä.

Momentin sanamuodosta seuraa, että selvitysyhteisön panttioikeus syntyy vain järjestelmässä, jossa selvitysyhteisö ottaa vastuun selvittävistä kaupoista. Arvopaperinvälittäjä mainitaan säännöksessä siitä syystä, että kaikkien välittäjien ei ole välttämätöntä osallistua suoraan selvitysjärjestelmään. Ne voivat antaa tekemänsä kaupat jonkin selvitystoimintaan hyväksytyyn selvitysosapuolen selvittäväksi. Jotta tällaisessa tilanteessa ei olisi välttämätöntä tehdä ylimääräisiä kirjauksia, säädetään selvitysyhteisön panttioikeudesta myös välittäjän kaupintatililla oleviin arvo-osuuksiin. Selvitys voidaan järjestää esimerkiksi siten, että kaupat toteutetaan välittäjien kaupintatilien välillä, vaikka kaikki välittäjät eivät ole selvitysosapuolia.

Vastaava oikeus kuin selvitysyhteisöllä on

2 momentin mukaan myös selvitysosapuolella omalle kaupintatililleen kirjattuun arvo-osuuteen. Lisäksi selvitysosapuolella on panttioikeus arvopaperinvälittäjän kaupintatilille kirjattuihin arvo-osuuksiin, jos osapuoli huolehtii välittäjän kauppajen selvityksestä. Selvitysosapuoli voi saada panttioikeuden vain suorittamalla arvo-osuuksia koskevan maksun. Kun osapuolen maksuvalmiutta ei lain mukaan varmisteta samalla tavalla kuin selvitysyhteisön maksuvalmiutta, ei panttioikeuden syntyyn riitä, että osapuoli ottaa vastuun maksusta. Sekä myyvä että ostava selvitysosapuoli voivat saada säännöksen mukaisen oikeuden. Myyvä selvitysosapuoli saattaa esimerkiksi panttioikeutta vastaan maksaa kaupintatililleen siirrettyjen arvo-osuuksien kauppahinnan myyjäasiakkaalle, jos tämä vaatii osapuolelta välitöntä vastasuoritusta. Kun arvo-osuudet siirretään ostajan selvitysosapuolen kaupintatilille, voi osapuoli saada panttioikeuden arvo-osuuksiin maksamalla ne. Oikeus ja siihen liittyvä mahdollisuus nopeaan pantin rahaksi muuttamiseen suojaa osapuolta loppuasiakkaan tai tätä edustavan arvopaperinvälittäjän sopimusrikkomusta vastaan. Ehdotetun 2 momentin mukainen panttioikeus ei riipu siitä, ottaako selvitysyhteisö toiminnassaan vastuun selvittävien kauppajen täyttämisestä vai ei. Selvitysosapuolen oikeus lakkaa, kun osapuoli vastaanottaa arvo-osuuksia koskevan vastasuorituksen eli kun osapuolen riski kaupasta lakkaa. Tällöin esimerkiksi ostavan selvitysosapuolen tulee siirtää arvo-osuudet ostaja-asiakkaan arvo-osuustilille, johon säännöksen mukainen pantti- ja rahaksimuuttamisoikeus ei ulotu. Selvitysosapuoli ei saa myöskään vastasuorituksen jälkeen käyttää 4 momentin mukaista rahaksimuuttamisoikeutta.

Pykälän 1 ja 2 momentin mukaiset panttioikeudet syntyvät suoraan lain nojalla. Tällaisia esinekohtaisia, etuoikeutettuja ja omistajanvaihdoksista riippumattomia maksusaantioikeuksia kutsutaan usein legaaliksi panttioikeuksiksi. Pantin pääomanluonteinen tuotto kuuluu arvo-osuustileistä annetun lain 6 §:n 2 momentissa ilmaistun säännön mukaisesti panttiomaisuuteen, jollei muusta ole sovittu. Arvo-osuustilejä koskevien vakuuseriaatteiden mukaan vain koko arvo-osuustili voi olla panttauksen kohteena. Kukin tilillä oleva arvo-osuus vastaa kuitenkin vain sitä koskevasta kaupasta johtuvista velvoitteista. Selvitysosapuolena toimiva arvopape-



rinvälittäjä ei pykälän nojalla esimerkiksi saa muuttaa asiakkaan luovuttamia arvopapereita rahaksi omaisuudenhoidosta tai asiakkaan aikaisemmista kaupoista johtuvien maksujen turvaamiseksi. Jollei ostava selvitysosapuoli saa ostaja-asiakkaaltaan kauppahintasuoritusta, voi osapuoli muuttaa rahaksi ainoastaan ne kaupintatilillään olevat arvoosuudet, jotka selvitysosapuoli olisi normaalisti siirtänyt asiakkaalle. Edellytys turvaa loppuasiakkaan asemaa, kun tämä ei joudu tietämättään ottamaan riskiä selvitysosapuolesta tai osapuolen muista asiakkaista.

Lakisääteisiä panttioikeuksia on aiemmin sisällytetty erityisesti kiinteistöoikeuteen. Oikeuksien epäterveenä piirteenä on pidetty sitä, että ne jäävät usein salaisiksi. Kun oikeus syntyy suoraan lain nojalla, sitä ei yleensä tarvitse kirjata tai tehdä muutenkaan julkiseksi. Lakisääteiset panttioikeudet vähentävät esinevakuusoikeuksien järjestelmän selkeyttä. Siksi legaalaisia vakuusoikeuksia sisällytetään lainsäädäntöön vain silloin, kun jokin saamistyyppi halutaan erityisesti turvata. Maakaaren ja siihen liittyvän lainsäädännön uudistamisen yhteydessä korjattiin lakisääteisten panttioikeuksien epäkohtia kiinteistöoikeudessa.

Asiakkaan puolesta toimivalla arvopaperinvälittäjällä on voimassa olevan oikeuden mukaan ilman erityisiä sopimuksiakin pidätysoikeus toimeksiantoon liittyvän saatavan turvaamiseksi asiakkaan arvopapereihin. Arvopaperikaupassa pidätysoikeus ei kuitenkaan turvaa riittävästi oikeudenhaltijaa, koska oikeuden kohteena olevien arvopaperien arvo muuttuu jatkuvasti. Pidätysoikeuden haltija joutuu kantamaan arvopaperien hintariskin voimatta vähentää sitä pantin rahaksimuuttamisella. Voimassa olevan oikeuden mukaan on pidätysoikeuden haltijan lisäksi luovutettava omaisuus konkurssipesän haltuun, jos vastapuoli joutuu konkurssiin. Tällöin haltija saa kuitenkin hyväkseen velkojien maksunsaantijärjestyksestä annetun lain (158/1992) 3 §:n mukaisen, etuoikeudeltaan korkeasijaisen saatavan. Tällaiseen pidätysoikeuteen perustuva suoja on silti liian heikko arvopaperimarkkinoilla. Vakuudensaajan on hintariskin takia voitava muuttaa rahaksi nopeille arvonmuutoksille altis vakuusomaisuus mahdollisimman nopeasti sen jälkeen, kun sopimusrikkomus on käynyt selväksi. Arvopaperinvälittäjät varaavat usein arvopaperikauppaa koskevien toimeksiantosopimusten ehdoissa itselleen pidätysoikeuden lisäksi

oikeuden muuttaa arvopaperit rahaksi toimeksiantosta johtuvien saatavien turvaamiseksi.

Voimassa olevan arvo-osuustileistä annetun lain 16 §:n 2 momentin mukaan arvopaperinvälittäjä saa panttauskiellon estämättä pantata kaupintatilin, jos järjestely perustuu arvopaperikeskuksen hyväksymään selvitysmenettelyyn. Arvopaperikeskus ei ole hyväksynyt momentin mukaisia selvitysjärjestelyjä. Säännös osoittaa kuitenkin sen, että kaupintatiliä on nykyisen lain mukaan tarkoitettu käyttää tietyissä tapauksissa vakuutena. Ehdotettavalla säännöksellä ei siten pyritä muuttamaan oikeustilaa huomattavasti siitä, mikä olisi mahdollista jo voimassa olevan lain mukaan. Arvopaperinvälittäjien on hyvän arvopaperinvälitystavan mukaisesti ilmoitettava asiakkaalle pykälän mukaisista panttioikeuksista. Lisäksi välittäjän tulee nykyisen käytännön mukaisesti ottaa maininta oikeuksista toimeksiantosopimusten ehtoihin.

Selvitysyhteisön ja selvitysosapuolten riskienhallinta edellyttää, että osapuolet saavat riittävät vakuudet selvityksessä syntyvien saatavien turvaamiseksi. Vakuushallinnon kannalta on ensiarvoisen tärkeää, että vakuudet ovat päteviä. Selvitysjärjestelmässä on osapuolilta vaadittava riittävät vakuudet, vaikka niiden asettamisesta ei laissa säädetäisikään. Kun vakuustarve johtuu asiakkaan antamasta toimeksiantosta, on asianmukaista, että pantiksi annetaan asiakkaan omaisuutta. Jollei tätä mahdollisuutta olisi, joutuisivat arvopaperinvälittäjät antamaan vakuudeksi muuta omaisuutta. Tämä puolestaan lisäisi arvopaperinvälityksen kustannuksia. Vakuuksina tultaneen siten joka tapauksessa käyttämään asiakkaan arvo-osuuksia. Ilman erityistä lainsäädäntöä on jokaisesta panttauksesta laadittava erillinen sopimus. Erikseen järjestettävät panttioikeudet lisäävät moniportaisessa selvitysjärjestelmässä järjestelmän riskiä, koska vakuuksien pätevyys riippuu sopimusten pätevyydestä. Sitoumusten laatiminen hankaloittaa selvitystoimintaa ja lisää järjestelmän kustannuksia. Lakisääteinen panttioikeus sitä vastoin parantaa selvitysjärjestelmän luotettavuutta ja tehokkuutta. Oikeuden säätämisellet on siten vahvat rahoitusmarkkinapoliittiset perusteet.

Pykälän 1 ja 2 momentissa säädettävällä oikeudella ei välttämättä ole legaalisiin panttioikeuksiin yleensä liitettäviä kielteisiä piirteitä. Panttioikeus ei jää salaiseksi, koska se

kohdistuu kaupintatilillä oleviin arvo-osuuksiin. Tällaisten tilien käyttömahdollisuudet rajataan tarkasti arvo-osuustileistä annetun lain 16 §:ssä ja sen nojalla annettavissa määräyksissä. Kaupintatilille siirto vastaa esinevakuusoikeuden perustamiseen tarvittavaa, julkisuutta luovaa toimenpidettä. Asiakas puolestaan ei voi käyttää arvo-osuuksia enää muuhun luovutukseen tai panttaukseen. Legaalinen panttioikeus kuuluu vain selvitystoiminnan järjestämiseen, joten oikeuden tuskin voidaan katsoa sekoittavan esinevakuusjärjestelmää.

Pykälän 3 momentissa säädetään arvo-osuuksiin kohdistuvien panttioikeuksien etusijajärjestyksestä. Arvo-osuustileistä annetun lain 7 §:n 2 momentin mukaan arvo-osuusrekisterin pitäjällä on oikeus saada arvo-osuuksista suoritus tilin pitämisestä johtuville, korkeintaan vuoden erääntyneinä olleille saatavilleen. Tämä oikeus ei välttämättä ilmene arvo-osuustililtä, koska arvo-osuusrekisterinpitäjä saa suorituksen arvo-osuustileistä annetun lain 26 §:n estämättä. Viimeksi mainitun säännöksen mukaan arvo-osuustilille kirjattu oikeus saa etusijan suhteessa kirjaamattomaan oikeuteen ja aikaisemmin kirjattu oikeus saa etusijan suhteessa kirjattuun oikeuteen. Arvo-osuustileistä annettua lakia säädettyä arvioitiin vuoden aikana erääntyvien arvo-osuusrekisterinpitäjän saatavien olevan suhteellisen pieniä suhteessa säilytettävien arvo-osuuksien arvoon. Tilinpidosta johtuvat saatavat eivät siten myöskään voine kasvaa kovin suuriksi suhteessa selvitystoiminnassa syntyviin saataviin. Kaupintatililtä ja niille kirjattuja arvo-osuuksia koskevat panttioikeudet palvelevat vaihdantaa. Jotta arvo-osuuksien säilytykseen liittyvä hinnoittelu ja säilytysmaksut eivät voisi vaarantaa selvityksen toteuttamista, on arvo-osuusrekisterin pitäjän lakisääteisen vakuusoikeuden väistyttävä. Ei myöskään olisi asianmukaista, että arvo-osuusrekisterinpitäjä voisi saada ensimmäiseksi suorituksen asiakkaan arvo-osuuksista, kun arvo-osuusrekisterin pitäjän saatava johtuu kaupintatilin haltijan eli selvitysyhteisön, selvitysosaapuolen tai arvopaperinvälittäjän velvollisuuksien laiminlyömisestä. Jos rekisterin pitäjällä puolestaan on arvo-osuustileistä annetun lain 7 §:n 2 momentin mukainen saatava asiakkaalta, on rekisterinpitäjän reagoitava ennen kuin arvo-osuudet siirretään asiakkaan arvo-osuustililtä. Siksi säädetään, että ehdotuksen mukaiset panttioikeudet saavat etusijan arvo-

osuusrekisterin pitäjän oikeuteen verrattuna. Selvitysyhteisöllä ja selvitysosaapuolella on säännöksen mukaan parempi oikeus suoritukseen kuin arvo-osuusrekisterin pitäjällä, jonka ei tarvitse kirjata panttioikeuttaan. Myöskään ehdotettavan säännöksen mukaisia selvitysyhteisön ja selvitysosaapuolen oikeuksia ei tarvitse kirjata kaupintatilille, vaan oikeus on voimassa suoraan lain nojalla. Kun kaupintatililtä erotellaan arvo-osuustileistä annetun lain 16 §:n ja sen nojalla annettavien määräysten mukaisesti, saavutetaan panttauskirjausta vastaava julkisuus jo arvo-osuuksien siirrolla panttina olevalle kaupintatilille.

Silloin, kun selvitysyhteisö ottaa vastuun selvittävistä kaupoista, on selvitysyhteisön oikeudelle annettava järjestelmäriskin vähentämiseksi etusija suhteessa selvitysosaapuolen oikeuteen. Jos selvitysyhteisön ja selvitysosaapuolen panttioikeudet kohdistuvat säännöksen mukaan samoihin arvo-osuuksiin, saa selvitysyhteisö suorituksen ennen selvitysosaapuolta. Päällekkäinen panttioikeus voidaan välttää järjestelyllä, jossa arvo-osuudet siirretään myyvän selvitysosaapuolen kaupintatililtä selvitysyhteisön tilille, ja tältä tililtä maksua vastaan ostavan selvitysosaapuolen kaupintatilille.

Säännöksen 1 ja 2 momentin mukaiset panttioikeudet muistuttavat arvo-osuusrekisterin pitäjän panttioikeutta sikäli, ettei panttina olevalle kaupintatilille tarvitse kirjata arvo-osuustileistä annetun lain 6 §:n 2 momentin mukaisesti panttisaatavaa.

Lain nojalla syntyvän panttioikeuden keskeisin sisältö on velkojaa turvaava oikeus pantin rahaksimuuttamiseen. Tästä oikeudesta säädetään pykälän 4 momentissa. Säännöksen mukaan panttioikeuden haltija voi muuttaa pantin rahaksi välittömästi, kun panttiomaisuutta koskevaa vastasuoritusta ei tehdä. Oikeus turvaa ensinnäkin selvitysyhteisöä tilanteessa, jossa maksuvelvollinen selvitysosaapuoli viivästyy suorituksessaan. Jos selvitysyhteisö ei ota vastuuta luovutuksista, takaa säännös selvitysosaapuolelle rahaksimuuttamisoikeuden, kun toiset selvitysosaapuolet rikkovat velvoitteitaan. Selvitysosaapuoli voi lisäksi muuttaa pantin rahaksi siinä tapauksessa, että asiakas viivästyy maksuissaan. Tällainen tilanne syntyy silloin, kun ostava selvitysosaapuoli on vastaanottanut panttiomaisuuden kaupintatililleen, mutta ostotoimeksiannon tehnyt asiakas ei pysty maksamaan kauppahintaa. Selvitysosa-

puolella on säännöksen mukainen rahaksimuuttamisoikeus vain silloin, kun osapuoli on itse suorittanut arvo-osuuksia koskevan maksun. Kun selvitystoimintaan saattaa osallistua sellaisia arvopaperinvälittäjiä, jotka eivät toimi selvitysosapuolina, on myös välittäjien puolesta toimivien selvitysosapuolten oikeudet turvattava. Tästä syystä pykälän 4 momentin viimeisessä virkkeessä säädetään selvitysosapuolen rahaksimuuttamisoikeudesta silloin, kun arvopaperinvälittäjä laiminlyö velvollisuutensa selvitysosapuoltaan kohtaan.

Arvopaperimarkkinoilla määritellään jatkuvasti kaupankäynnin kohteena olevien arvopaperien hintoja. Tehokkaasti toimivilla markkinoilla ei voida tarkasti ennakoida arvopaperien hintamuutoksia, muutosten suuruutta tai edes niiden suuntaa. Sellaiset tahot, jotka pitävät arvopapereita hallussaan vasten tahtoaan, voivat kärsiä huomattavia tappioita arvopapereihin liittyvän hintariskin takia. Kun asiakas viivästyy maksuissaan, arvopaperinvälittäjä joutuu tahtomattaan kantamaan arvopaperien hintakehitykseen liittyvän riskin, kun arvopapereista saatava rahasuoritus siirtyy tulevaisuuteen. Tämän hintariskin pienentämiseksi on ehdotuksen mukaista rahaksimuuttamisoikeutta voitava käyttää nopeasti ja tehokkaasti. Siksi ehdotetaan, että pykälän mukaisen panttioikeuden haltija voi jättää noudattamatta pantin rahaksimuuttamista rajoittavia lainsäädännöksiä. Ehdotuksessa tarkoitettuja lainsäädännöksiä ovat esimerkiksi kauppakaaren 10 luvun 2 § (687/1988), konkurssisäännön 76 §, ulosotolain 5 lukuun sisältyvät säännökset, yksityishenkilön velkajärjestelystä annetun lain (57/1993) 12 ja 13 § sekä yrityksen saneerauslainsäädännön 17 ja 19 §. Pantinhaltijoiden tulee voida rajoittaa tappioiden syntymistä myymällä maksamatta jääneet arvopaperit välittömästi markkinoille. Juuri arvopaperimarkkinoihin liittyvä tappionmahdollisuus oikeuttaa poikkeamaan rahaksi muuttamisessa velkojien tasavertaisen kohtelun periaatteesta. Selvitystoiminnan luotettavuuden kannalta on kestävämpiä, jos panttioikeuden haltija joutuu odottamaan esimerkiksi yrityksen saneerausohjelman vahvistamista. Nopea realisaatio tappioiden pienentämiseksi saattaa itse asiassa parantaa myös muiden velkojien asemaa, jos myöhemmin selviää, että suoritus on jaettava velkojien kesken tai suoritettava yhdelle velkojalle.

Arvopaperit voidaan luonnollisimmin muuttaa rahaksi myymällä ne markkinoilla vallitsevaan hintaan. Julkisessa kaupankäynnissä tehty arvopaperikauppa on lähtökohteisesti turvallisin rahaksimuuttamistapa, koska julkisen kaupankäynnin hinnanmuodostukselle asetetaan erityiset luotettavuusvaatimukset. Arvopaperin myymistä julkisessa kaupankäynnissä on siten ehdotuksen mukaan pidettävä poikkeuksetta sallittuna keinona muuttaa pantti rahaksi. Tätä ei kuitenkaan säädetä ainoaksi mahdolliseksi rahaksimuuttamiskeinoksi. Avoimella keinovälillä voidaan turvata parhaan mahdollisen hinnan saaminen. Pantinhaltija voi säännöksen mukaan kuitenkin aina myydä arvopaperit julkisessa kaupankäynnissä, vaikka julkisen kaupankäynnin ulkopuolella tehtävässä kaupassa voitaisiinkin saada parempi hinta. Jos pantinhaltija muuttaa omaisuuden rahaksi selvästi panttiomaisuuden omistajan, velallisen tai muiden velkojien etuja loukkaavalla tavalla, joutuu pantinhaltija 9 luvun 2 §:n mukaan korvaamaan aiheuttamansa vahingon. Selvitysyhteisön ja selvitysosapuolten korostettu luotettavuus ja vakaa varallisuusasema turvaavat korvaukseen oikeutettujen tahojen vaatimusten toteuttamista.

Selvitystä varten luovutettuja arvopapereita koskee pykälän 5 momentin mukaan vastaava oikeus kuin kaupintatilille siirrettyjä arvo-osuuksia. Pykälän 1 ja 2 momentin periaatteiden mukaisesti panttioikeus voi koskea vain myytyjä ja ostettuja arvopapereita, ei sitä vastoin muulla tavalla luovutettuja arvopapereita. Tällainenkaan panttioikeus ei jää salaiseksi, koska arvopaperi on siirrettävä selvitysyhteisön tai selvitysosapuolen haltuun. Arvopaperien omistaja ei siten voi käyttää arvopapereita vilpillisesti muuhun luovutukseen tai panttaukseen, jonka vastapuolelle pykälän mukainen oikeus voisi aiheuttaa vahinkoa. Arvopaperien rahaksimuuttamisessa noudatetaan samoja periaatteita kuin kaupintatilillä olevien arvo-osuuksien rahaksimuuttamisessa.

12 § *Määräyksenantovaltuus*. Pykälässä säädettyistä seikoista on asianomaisella ministeriöllä oikeus antaa tarkempia määräyksiä. Määräyksenantovaltuus koskee ensinnäkin selvitysyhteisön toimilupahakemuksen sisältöä ja hakemukseen liitettäviä selvityksiä (1 kohta). Toimilupaa hakevan yhteisön on kuvattava hakemuksessaan, millä tavalla selvitystoimintaa tullaan harjoittamaan. Jär-

jestelmäkuvausten ja riskienhallintaselvityksen tarkkuus vaikuttaa hakemuksen aiheuttamiin kustannuksiin. Toisaalta riittävä tarkkuus on välttämätön, koska hakijan toimittaman selvityksen perusteella arvioidaan toimintaa markkinoiden luotettavuuden ja sijoittajan suojan kannalta. Tästä syystä on tarpeen varata asianomaiselle ministeriölle mahdollisuus antaa yksityiskohtaisia määräyksiä siitä, millaisia ja minkätasoisia selvityksiä kaikkien selvitysyhteisön toimiluvan hakijoiden on toimitettava. Määräykset voivat koskea esimerkiksi tietojärjestelmäkuvausten muotoa. Etukäteinen tieto vaatimuksista parantaa toimilupamenettelyn tasaapuolisuutta ja ennakoitavuutta. Viranomaisilla on tietenkin silti oikeus vaatia tarpeelliseksi katsomiaan lisäselvityksiä yksittäiseltä hakijalta.

Ministeriö voi toiseksi antaa määräyksiä siitä, miten selvitystoiminta on turvattava (2 kohta). Tappionvaara vaihtelee erilaisissa selvitysjärjestelmissä. Tietotekniikan kehitys vaikuttaa niin ikään selvitysjärjestelmien turvallisuuteen. Tällaisille seikoille on vaikea asettaa laissa täsmällisiä vaatimuksia. Markkinoiden turvallisuuden ja luotettavuuden kannalta on silti tärkeää, että julkinen valta voi asettaa järjestelmien toimintakyvyn varmistamiselle reunaehtoja. Ministeriön määräyksessä voidaan esimerkiksi asettaa vaatimuksia tappionjakosopimuksen sisällölle, vakuutusten laadulle ja vakuusmarginaaleille.

Kolmas määräyksenantovaltuus koskee selvitysosapuolelle asetettavia vaatimuksia (3 kohta). Valtuuden tarkoitus on kaksijakoinen. Yhtäältä määräyksellä on pyrittävä varmistamaan selvitystoiminnan luotettavuutta. Selvitysosapuoliksi tulee hyväksyä vain sellaisia yhteisöjä, joiden toiminta soveltuu omaksuttuun järjestelmäratkaisuun ja toiminnan luotettavuuteen. Kun 8 §:n mukaan selvitysosapuoleksi voidaan ottaa muitakin kuin arvopaperimarkkinoilla toimivia, voimassa olevan lain mukaan valvonnan alaisia yhteisöjä, saattaa selvitysjärjestelmän riskien takia olla tarpeen asettaa selvitysosapuolille erityisiä turvallisuusvaatimuksia. Toisaalta selvitysjärjestelmien on kilpailuneutraaliteetin takia oltava mahdollisimman avoimia. Suomen valtion kansainväliset velvoitteet edellyttävät sen valvomista, ettei selvitysjärjestelmissä perusteetta aseteta osapuolia erilaiseen asemaan. Näiden tavoitteiden toteuttaminen tarkoituksenmukaisimmalla tavalla

saattaa edellyttää yksityiskohtaisia viranomaismääräyksiä.

Asianomaiselle ministeriölle esitetään erityisiä norminantovaltuuksia myös 2 §:n 4 momentissa, 3 §:n 3 momentissa ja 4 §:n 4 momentissa. Nämä valtuudet poikkeavat pykälän mukaisesta valtuudesta siinä, että ne kohdistuvat yksittäiseen tilanteeseen tai yhteisöön. Ehdotettavan pykälän mukaisten määräykset on sitä vastoin annettava yleisempinä. Ne on kohdistettava kaikkiin selvitysyhteisöihin tai kaikkiin tietyllä osamarkkinalla toimiviin selvitysyhteisöihin.

## 7 luku. Arvopaperimarkkinoiden valvonta

1 §. *Valvontaviranomainen.* Rahoitustarkastuksen tietojensaanti- ja tarkastusoikeutta koskevan pykälän 2 momenttiin ehdotetaan lisättäväksi selvitysyhteisön omistamat sekä selvitysyhteisön toimintaan kuuluvia tehtäviä hoitavat yhteisöt. Selvitysyhteisö ja selvitysosapuolet ovat rahoitustarkastuslain 2 §:n nojalla rahoitustarkastuksen valvottavia yhteisöjä, joihin sovelletaan rahoitustarkastuslain valvontavaltuussäännöksiä. Lain 4 a luvun 5 §:n 2 momentin tarkoittamat selvitysyhteisön omistamat yhteisöt ja selvitysyhteisön puolesta selvitystoimintaan kuuluvia tehtäviä hoitavat yhteisöt eivät sen sijaan kuulu valvottaviin yhteisöihin. Rahoitustarkastuksen on silti välttämätöntä saada tiedot näistä yhtiöistä, jotta yhtiöiden selvitystoiminnalle aiheuttamia riskejä voidaan arvioida riittävän tarkasti. Laajentamalla pykälän mukainen tietojensaanti- ja tarkastusoikeus myös palveluyhteisöihin vahvistetaan selvitystoiminnan turvallisuutta. Rahoitustarkastuksella on rahoitustarkastuslain 11 §:n nojalla tietojensaantioikeus valvottavan vaikutuspiiriin kuuluvilta yhteisöiltä. Tietojensaantioikeus rajoittuu kuitenkin rahoitustarkastuksen valvottavan valvontaa varten tarpeellisiin tietoihin. Rahoitustarkastuksen tehtävä on luvun 1 §:n perusteella valvoa arvopaperimarkkinain noudattamista, joten rahoitustarkastus valvoo selvitysyhteisön toimintaan osallistuvien yhteisöjen lisäksi myös selvitystoiminnan kokonaisuutta. Pykälään ehdotettavan lisäyksen perusteella rahoitustarkastus voi hankkia tietoja 4 a luvun 5 §:n 2 momentissa tarkoitelta yhteisöltä, vaikka tiedot eivät liittyisikään suoraan selvitysyhteisön tai selvitysosapuolen valvontaan.

3 §. *Vaitiolovelvollisuus.* Pykälän 1 momentin mukainen vaitiolovelvollisuus ehdo-

tetaan ulotettavaksi selvitysyhteisön, selvitysosapuolten ja 4 a luvun 5 §:n 2 momentin tarkoittamien yhteisöjen palveluksessa toimiiviin luottamus- ja toimihenkilöihin. Velvollisuus koskee voimassa olevan lain mukaan muita arvopaperimarkkinoilla toimivia yhteisöjä. Luottamuksellisuuden säilyttämisestä säädetään useissa rahoitusmarkkinoita koskevissa laeissa. Selvitysyhteisön, selvitysosapuolten ja apuyhteisöjen toimihenkilöt saattavat kuulua jo yhteisöjen muun toiminnan perusteella tällaisten säännösten piiriin. Kun yhteisöt voivat myös pitäytyä harjoittamaan ainoastaan selvitystoimintaa, on tarpeen lisätä maininta yhteisöistä vaitiolovelvollisuutta koskevaan säännökseen.

Pykälään ei tässä yhteydessä ehdoteta lisättäväksi sijoituspalveludirektiivin 25 artiklan 7 kohdan mukaista valvontaviranomaisen oikeutta antaa tietoja selvitysyhteisölle. Tietojenanto-oikeuden on katsottava voivan kohdistua kansallisena keskuksena toimivaan, markkinoita laajasti palvelemaan yhteisöön. Kyseisen direktiivikohdan sisällyttäminen kansalliseen lainsäädäntöön on vapaaehtoinen. Kysymystä selvitetään erikseen, kun sijoituspalveludirektiivin kansallista täytäntöönpanoa jatketaan. Myöskään rahoitustarkastuslain 19 §:n 2 momentin mukaista viranomaisen oikeutta antaa tietoja valvottavalleen ei ehdoteta laajennettavaksi.

## 8 luku. Rangaistussäännökset

2 a §. *Selvitysyhteisön toiminnan luvaton harjoittaminen.* Selvitysyhteisön toiminta ehdotetaan saatettavaksi samanlaisten toimilupavaatimusten ja valvontajärjestelmien piiriin kuin arvopaperipörssi toiminta ja optioyhteisön toiminta voimassa olevan lain mukaan. Julkisen kaupankäynnin harjoittaminen vastoin arvopaperipörssin toimilupavaatimusta koskevaa säännöstä on rangaistavaa luvun 2 §:n mukaisesti. Vastaavasti on kriminalisoitu myös optioyhteisön toiminnan harjoittaminen ilman laissa vaadittua toimilupaa (optiokauppalain 5 luvun 3 §). Hallitus antanee lähiaikoina eduskunnalle esityksen rikoslain täydentämisestä arvopaperimarkkinarikoksia koskevilla säännöksillä. Esityksen mukaan arvopaperimarkkinarikoksia koskevat säännökset uudistettaisiin ja vankeusuhkaisia tekoja koskevat säännökset siirrettäisiin rikoslakiin. Arvopaperipörssi toiminnan luvatonta harjoittamista koskeva säännös säilytettäisiin kuitenkin edelleen

luvun 2 §:ssä ja optioyhteisöä koskeva vastaava säännös optiokauppalain 5 luvun 3 §:ssä.

Toimilupavaatimuksen noudattamisen varmistamiseksi ehdotetaan rangaistussäännöksiä koskevaan lukuun lisättäväksi luvatonta arvopaperipörssi toimintaa ja optioyhteisön toimintaa vastaava rangaistussäännös selvitysyhteisön toiminnasta. Säännöksen mukaan toiminnan harjoittaminen vastoin 4 a luvun 1 §:n toimilupavaatimusta koskevaa säännöstä olisi rangaistavaa. Säännös vastaa sanamuodoltaan yllä mainitussa hallituksen esityksessä ehdotettua 2 §:n säännöstä julkisen kaupankäynnin luvattomasta harjoittamisesta.

## 10 luku. Erinäisiä säännöksiä

3 §. *Muutoksenhaku.* Arvopaperimarkkinallain muutoksenhakua koskevan pykälän 1 momenttiin ehdotetaan lisättäväksi kieltö hakea muutosta selvitysyhteisön toimilupaa ja sääntöjen vahvistamista koskeviin valtioneuvoston ja asianomaisen ministeriön päätöksiin. Vastaava muutoksenhakukieltö koskee voimassa olevan lain mukaan arvopaperipörssin toimilupaa ja sääntöjä sekä optioyhteisön toimilupaa ja sääntöjä koskevia ministeriön päätöksiä. Muutoksenhakumahdollisuuden eväämistä voidaan puoltaa samoilla perusteilla kuin arvopaperipörssiä koskevaa kieltöä. Selvitysyhteisön toiminta ja säännöt palvelevat korostuneesti arvopaperimarkkinoita ja yleistä etua. Siksi ei ole aiheellista sallia säännönmukaista muutoksenhakua selvitysyhteisön toimilupahakemusta ja sääntöjen vahvistamishakemusta koskevasta päätöksestä. Kenelläkään ei voida katsoa olevan yksityistä oikeutta selvitysyhteisön toimiluvan saamiseen tai sääntöjen vahvistamiseen tietyn sisältöisenä. Selvitysyhteisön toimiluvan peruuttamisesta, toiminnan rajoittamisesta, toiminnan keskeyttämisestä, sääntöjen muuttamisesta tai tapionjakosopimuksen vahvistamisesta tehty päätös sen sijaan koskee välittömästi selvitysyhteisön oikeutta. Siksi valitusmahdollisuutta näistä asianomaisen ministeriön päätöksistä ei rajoiteta.

## 1.2. Laki sijoituspalveluyrityksistä annetun lain 52 §:n muuttamisesta

52 §. *Asiakasvarojen säilyttäminen.* Asiakasvarojen erottamisvelvollisuus laajenne-



taan arvopaperimarkkinalain 4 luvun 5 a §:ssä kaikkiin arvopaperinvälittäjiin. Muut luottolaitokset kuin talletuspankit ja talletusten vastaanottamiseen oikeutetut ulkomaisten luottolaitosten sivukonttorit eivät myöskään saa enää kirjata asiakasvaroja tilinpäätöksessä omaan kirjanpitoonsa. Sijoituspalveluyritystä koskevat arvopaperimarkkinalaissa säädetyt velvoitteet samalla tavalla kuin muita arvopaperinvälittäjiä. Yhtenäistetty sääntely kattaa voimassa olevan, vain sijoituspalveluyrityksiä koskevan sääntelyn. Tästä syystä erottamisvelvollisuutta koskeva säännös sijoituspalveluyrityksistä annetussa laissa ehdotetaan korvattavaksi viittaussäännöksellä arvopaperimarkkinalain 4 luvun 5 a §:ään.

### 1.3. Laki kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termiineillä annetun lain 2 luvun 4 §:n muuttamisesta

#### 2 luku. Optioyhteisö ja markkinaosapuolet

4 §. *Optioyhteisön toiminta.* Optioyhteisöllä on optiokauppalaan 2 luvun 4 §:n 1 momentin mukaan oikeus tarjota asianomaisen ministeriön määräämissä rajoissa arvopaperikauppojen ja lainaussopimusten selvitystoimintaan liittyviä palveluja. Oikeutta selvittää arvopaperikauppoja ehdotetaan rajoitettavaksi siten, että optioyhteisö voi harjoittaa vain johdannaisopimusten toteuttamisen edellyttämiä selvitystoimintoja. Jos optioyhteisö aikoo tarjota muita arvopaperien selvityspalveluja, tulee sen hakea arvopaperimarkkinalain 4 a luvun mukaista toimilupaa. Optioyhteisöt eivät tällä hetkellä harjoita arvopaperikauppojen selvitystoimintaa, eikä asianomainen ministeriö ole antanut voimassa olevan säännöksen tarkoittamia määräyksiä. Kun arvopaperipörssiltä poistetaan automaattinen oikeus harjoittaa selvitystoimintaa ilman toimilupaa, on tasapuolista, että tämä oikeus poistetaan myös optioyhteisöltä. Ratkaisu mahdollistaa markkinoiden toiminnasta huolehtiville yhteisöille yhtäläiset toimintamahdollisuudet. Lisäksi tarkennetaan optioyhteisön voimassa olevan lain mukaista oikeutta tarjota arvopaperien lainaustoimintaan liittyviä palveluja. Optioyhteisön oikeutta ehdotetaan muutettavaksi siten, että se vastaa selvitysyhteisön oikeutta. Säännös ei vaikuta optioyhteisön säännöissä vakioitavien johdannaisopimusten selvitykseen. Arvopaperimarkkinalain 4 luvun 5 a §:n tarkoitta-

mia sopimuksia ei vakioida optiokauppalaan mukaisesti, vaan sopimusten ehdoille on hankittava rahoitustarkastuksen hyväksyntä tai ehdot on hyväksyttävä osana optioyhteisön sääntöjä. Jotta selvitysyhteisön ja optioyhteisön toimintamahdollisuudet olisivat riittävän monessa suhteessa yhdenmukaiset, ehdotetaan edelleen, että optioyhteisö saa selvitysyhteisön tavoin pitää arvo-osuusrekisteriä siten kuin siitä säädetään arvo-osuusjärjestelmästä annetussa laissa.

### 1.4. Laki arvo-osuusjärjestelmästä annetun lain 28 §:n muuttamisesta

28 §. *Hallintarekisteröinti.* Ehdotuksen mukaan hallintarekisteröimällä kaupintatilillä olevat arvo-osuudet selvitystoiminnan yhteydessä välttään osakekauppojen selvityksessä kaupan viemiseltä osakeyhtiön odotusluetteloon. Tällöin osakkeen osto- tai myyntitarkoitus ei julkistu markkinoiden toimintaa vaarantavasti. Samalla vältetään se, että ostavan asiakkaan maksuviivästys julkistuisi tarpeettomasti. Kaupintatiliin ja hallintarekisteröinnin kytkeminen toisiinsa sekä odotusluettelokäsittelyn lopettaminen tehostaa selvityksen toimivuutta ja karsii osaltaan arvo-osuuksien toimituksiin liittyviä puutteita.

### 1.5. Laki arvo-osuustileistä annetun lain 16 §:n muuttamisesta

16 §. *Kaupintatili.* Arvo-osuusjärjestelmän merkitys arvopaperimarkkinoilla kasvaa jatkuvasti, kun yhä useammat liikkeeseenlaskijat liittävätkä arvopapereitaan arvo-osuusjärjestelmään. Samalla arvo-osuusluovutusten selvitystoimintaa on kiinnitettävä entistä enemmän huomiota. Ehdotuksella on tarkoitus luoda puitteet muun muassa arvo-osuuksien selvitysmenettelyn järjestämiselle mahdollisimman tehokkaasti, joustavasti ja luotettavasti. Jos sallitut menettelytavat määritellään laissa kovin ahtaasti, saatetaan menettää markkinoiden tehokkuusetuja. Markkinoiden toiminnan kannalta on olennaisesti parempi, jos lainsäätäjät tyytyvä luomaan lainsäädännössä mahdollisuudet omaksua erilaisia toimintamalleja. Lain tulee kuitenkin sisältää luotettavuuteen, turvallisuuteen ja kustannustehokkuuteen liittyvät julkisen vallan reunaehdot. Tällaisiin tavoitteisiin perustuu myös arvo-osuustileistä annetun lain kaupintatilisäännöksen muutosehdotus.

Arvo-osuusjärjestelmänsäädäntöä koske-

vissa esityksissä hallitus hahmotteli arvo-osuuksien kauppaselvitysjärjestelmää. Sen keskeisenä osana pidettiin kaupintatilejä. Arvo-osuusjärjestelmästä annettu lain sekä siihen liittyvän lainsäädännön voimaantuloa annettua lakia koskevassa esityksessä (HE 8/1991 vp.) hallitus totesi, että kaupintatiliä koskevaa sääntelyä tulee kehittää lakiin perustuvan selvitysjärjestelmän käyttöönoton yhteydessä. Voimaanpanolain (1069/91) kaupintatiliä koskevan 5 §:n perustelujen mukaan pykälässä säädetyllä rajoituksella pyrittiin estämään tilin väärinkäyttö niin kauan kuin selvitystoimintaa koskevaa lainsäädäntöä valmisteltiin. Pykälän mukainen kirjausrajoitus on voimassa, kunnes kaupintatilin käytöstä säädetään tarkemmin. Hallituksen pyrkimyksenä oli muuttaa kaupintatili aidoksi selvitystiliksi selvitystoimintaa koskevan lainsäädännön voimaan saattamisen yhteydessä.

Samalla kun ehdotetaan selvitystoiminnan sääntelemistä lain tasolla, on katsottu tarpeelliseksi ehdottaa myös kaupintatilisääntöksen muuttamista aikaisempien suunnitelmien mukaiseksi. Sääntely ehdotetaan toteutettavaksi kaksijakoisena. Lainsäädännössä laajennetaan kaupintatilin käyttöön oikeutettujen yhteisöjen piiriä. Kaupintatilien käytössä noudatettavista menettelytavoista ja turvallisuusvaatimuksista ehdotetaan määrättäväksi tarkemmin arvopaperikeskuksen säännöissä, jotka on vahvistettava ennen ehdotuksen mukaisten kaupintatilien käyttöönottoa. Kun 4 a luvun 11 §:ssä tarkoitettu lakisääteinen panttioikeus kohdistuu ehdotuksen mukaiseen kaupintatiliin, ei myöskään panttioikeus tule voimaan ennen sääntöjen vahvistamista.

Voimassaolevan lain mukaan vain arvopaperinvälittäjän lukuun voidaan pitää kaupintatilejä. Ehdotuksella pyritään tekemään mahdolliseksi kaupintatilien tehokas ja turvallinen hyväksikäyttö arvo-osuusluovutusten selvityksessä. Toisaalta selvitystoiminnan järjestelmäratkaisut jätetään tarkoituksellisesti markkinoiden tehtäväksi. Lainsäädäntö sallii hyvin monimuotoisia selvitysjärjestelmiä, joihin eri osapuolet voivat kytkeytyä usealla eri tavalla. Selvitysosapuolia voivat ehdotuksen mukaan olla arvopaperinvälittäjien lisäksi muutkin markkinaosapuolet. Toisaalta kaikkien selvitysjärjestelmään yhteydessä olevien tahojen ei välttämättä tarvitse olla selvitysosapuolia. Selvitystilejä saattavat tarvita esimerkiksi arvo-osuuksien

säilytyksestä huolehtivat arvo-osuusrekisterit ja vieraan pääoman ehtoisia arvo-osuuksia liikkeeseen laskeva valtio ja Suomen Pankki. Selvitysjärjestelmän mahdollisimman tehokkaan hyväksikäytön edistämiseksi ehdotetaan *I momentissa* kaupintatilin käytön sallimista muillekin yhteisöille kuin arvopaperinvälittäjille. Kaupintatili voidaan perustaa arvopaperipörssiin, selvitys yhteisön, selvitysosapuolen, optioyhteisön, arvo-osuusrekisterinpitäjän, valtion ja Suomen Pankin lukuun. Jos selvitysosapuoliksi voivat päästä myös niin sanotut institutionaaliset sijoittajat, laajenee kaupintatilin käyttöoikeus useisiin erilaisiin yhteisöihin. Järjestelmäratkaisusta kuitenkin riippuu se, voivatko kaikki nämä tahot käyttää kaupintatilejä hyväkseen.

Voimaanpanolain 5 §:n 2 momentin mukaista kirjausrajoitusta sovelletaan kunnes on annettu tarkemmat säännökset tilin kaupintatilin käyttämisestä. Säännöstä koskevan hallituksen esityksen mukaan tarkemmat säännökset voidaan antaa lailla tai asetuksella. Kun selvitystoiminnan järjestelmäratkaisut jätetään markkinoiden tehtäväksi, ei myöskään ole tarkoituksenmukaista säätää lailla tiukkoja sääntöjä kaupintatilin käyttötavoista. Niistä ehdotetaan siksi määrättäväksi arvopaperikeskuksen säännöissä. Voimassa olevan lain mukaan tilille voidaan kirjata vain myytäväksi annettu arvo-osuus, kun sitä koskeva kauppa on tehty. Lisäksi tällainen arvo-osuus voidaan siirtää ostaja-asiakkaan arvopaperinvälittäjän kaupintatilille. Jotta kaupintatiliä voitaisiin käyttää aitona selvitystilinä, saattaa olla tarpeen luopua nykyisestä myyntitarkoituksen vaatimuksesta. Säännöissä voidaan riittävän yksityiskohtaisesti ottaa huomioon kaupintatilien käyttöön liittyvät turvallisuusvaatimukset. Säännöissä voidaan esimerkiksi edellyttää, että muut kuin kaupan kohteena olevat arvo-osuudet erotetaan kauppoihin liittyviin toimituksiin sidotuista arvo-osuuksista. Samoin saattaa olla perusteltua erottaa ostetut ja myydyt arvo-osuudet eri kaupintatileille. Selvitysjärjestelmä saatetaan esimerkiksi muodostaa siten, että arvo-osuudet kirjataan selvityksen toteuttamisvaiheessa vain muutamaksi sekunniksi kaupintatilille. Tällaisessa järjestelmässä osapuolten asema poikkeaa olennaisesti järjestelmästä, jossa arvo-osuudet siirretään kaupintatilille useiksi päiviksi. Yhtäältä sijoittajan suoja ja toisaalta markkinoiden tehokkaan toiminnan vaatimukset voidaan

ottaa riittävän joustavasti huomioon säännöissä.

Kaupintatilejä ei ole tarkoitettu arvo-osuuksien pitkäaikaiseen säilytykseen, vaan tilit helpottavat ensisijaisesti luovutusten toteuttamista. Asiakkaiden kaupintatilillä olevien arvo-osuuksien omistussuhteita ei erotella arvo-osuusjärjestelmässä. Siksi on tärkeää, että arvo-osuudet ovat tällaisilla tileillä vain sen ajan, joka vaaditaan luovutusten toteuttamiseen. Kun selvitysaika saattaa eri selvitysjärjestelmissä vaihdella, ei säilytysaikaa voida määritellä riittävän tarkasti laissa. Sääntöihin voidaan kuitenkin sisällyttää myös säilytysajan pituutta koskevia määräyksiä. Tällaiset säännökset ovat tarpeen myös sen takia, että kaupintatilille siirretyt osakearvo-osuudet voitaisiin ehdotuksen mukaan hallintarekistereidä. Säännöissä voidaan lisäksi määrätä, mille tilille sellaiset arvo-osuudet on kirjattava, joita ei enää voida säilyttää kaupintatilillä.

Kaupintatilin käyttömahdollisuuksien laajentaminen mahdollistaa kaupintatilin tehokkaan käytön selvityksessä. Selvitysosapuoli voi kerätä selvitystä varten myyjäasiakkaiden arvo-osuudet kaupintatilille. Tämän jälkeen kaupintatililtä voidaan täyttää osapuolen selvityksessä mahdollisesti vahvistettu nettovelvoite sekä suorittaa asiakkaiden välinen sisäinen selvitys. Tili helpottaa selvitystoimintaa myös silloin, kun arvo-osuustoimitukset toteutetaan kauppakohtaisesti. Myydyt ja ostetut arvo-osuudet voidaan tällöin pitää kaupintatileillä siihen asti, kun niitä koskevat maksut on suoritettu. Kaupintatili ei siten enää kytkeydy pelkästään kauppakomissioon. Vaikka kaupintatilin luonne muuttuu pikemminkin selvitystiliksi, ei vakiintunutta kaupintatili -nimitystä ehdoteta muutettavaksi.

Kaupintatilejä pidetään säilytysjärjestelmässä eli arvo-osuusrekistereissä tilin käyttöön oikeutettujen lukuun. Kun kaupintatiliä koskevat samat säännökset kuin muitakin arvo-osuustilejä, voidaan tilien käyttäminen ja käyttöoikeudet järjestää selvitystoimintaan parhaiten soveltuvalla tavalla. Ei esimerkiksi ole välttämätöntä, että selvitysosapuolella on oikeus määrätä kaupintatilille kirjatuista arvo-osuuksista. Tämä oikeus voidaan arvo-osuustileistä annetun lain mukaisesti antaa myös toimituksista huolehtivalle selvitysyhteisölle. Joustava lainsäädäntö mahdollistaa monia erilaisia ratkaisumalleja. Samalla ehdotetaan, että niiden yhteisöjen piiri, joille

olisi sallittua käyttää kaupintatiliä, määriteltäisiin pitkälti yhdenmukaiseksi omaisuudenhoitotilejä koskevan 5 a §:n kanssa.

Pykälän 2 *momentissa* säädetään turvallisuutta lisäävä rajoitus kaupintatilin käytölle. Säännöksellä pyritään ennen kaikkea parantamaan sijoittajan suojaa samalla, kun kaupintatilin käyttöä laajennetaan. Asiakasvarojen hallussapitoon oikeutetut selvitysosapuolet voivat saada oikeuden hallita sellaista kaupintatiliä, jolle saadaan kirjata asiakkaan arvo-osuuksia. Oikeus käsitellä asiakasvaroja johtuu muusta kuin ehdotettavasta lainsäädännöstä. Tällä hetkellä vain toimiluvan saaneet luottolaitokset ja sijoituspalveluyritykset voivat hallita asiakasvaroja arvopaperivaihdannassa. Tällaisia osapuolia koskee momentissa asetettu velvollisuus pitää asiakkaan oman pääoman ehtoiset arvo-osuudet ja tilinhaltijan arvo-osuudet eri kaupintatileillä. Esimerkiksi arvopaperinvälittäjän toiminnan harjoittaminen saattaa siten vaatia kaksien kaupintatilien ylläpitämistä. Kaupintatilien erottelu edesauttaa arvopaperimarkkinain 4 luvun 5 a §:ään sisältyvän erottamisvelvollisuuden toteutumista. Muut turvallisuusvaatimukset määrätään arvopaperikeskuksen säännöissä.

Kaupintatilin esineoikeudellista asemaa ei ehdoteta muutettavaksi. Tilit ovat edelleen arvo-osuustilejä, joille kirjatut arvo-osuudet eivät voi samanaikaisesti olla jollakin muulla arvo-osuustilillä. Arvo-osuuden kaupintatilille kirjaaminen vastaa arvopaperin hallinnan poistamista asiakkaalta. Asiakkaiden kaupintatilillä olevat arvo-osuudet eivät kuitenkaan kuulu tilinhaltijan konkurssipesään, eikä niitä voida ulosmitata tilinhaltijan velasta. Tilille kirjattujen arvo-osuuksien omistussuhteet ilmenevät tilinhaltijan asiakastiedoista. Tilinhaltijan on huolellisesti pidettävä kirjaa siitä, kenen lukuun arvo-osuuksia kaupintatilillä säilytetään. Ehdotettavan säännöksen nojalla vahvistettavissa säännöissä voidaan määrätä kaupintatilin sisäisestä kirjanpidosta ja tiliä koskevien tietojen päivittämisestä. Määräyksiä voidaan antaa myös 1 §:n 2 momentin nojalla annettavassa asetuksessa.

Pykälässä tarkoitetuille kaupintatileille kirjattuja arvo-osuuksia tultaneen käyttämään vakuuksina selvitysjärjestelmissä. Pykälän 3 *momentissa* viitataan tästä syystä arvopaperimarkkinain selvitystoimintaa koskevaan vakuussäännökseen.

Yllä esitetyt säännökset tulee säätää lain

tasolla, koska niissä laajennetaan kaupintatilien käyttöä voimassa olevan lain mukaisesta käytännöstä. Voimaanpanolain säännöstä ei kuitenkaan ole tarpeen erikseen kumota, koska se lakkaa olemasta voimassa itsestään silloin, kun ehdotettava kaupintatilisäännöksen muutos tulee voimaan.

### 1.6. Laki osakeyhtiölain 3 a luvun 7 §:n 2 momentin kumoamisesta

Kaupintatilin käytön helpottaminen edellyttää kaupintatilille kirjattujen arvo-osuuksien odotusluettelokäsittelyn kumoamista. Tällä tavoin voidaan luoda arvo-osuuslainsäädännön alkuperäisen tarkoituksen mukaisesti järjestelmä, jossa kaupintatilin käyttö annettaessa osakkeita myytäviksi ja myynninvausjärjestelmä ovat julkisuuden suhteen samassa asemassa.

### 2. Tarkemmat säännökset ja määräykset

Valtioneuvosto on antanut 17 päivänä kesäkuuta 1993 periaatepäätöksen keskushallinnon ja aluehallinnon uudistamiseksi. Päätös sisältää muun muassa viranomaisten normintantoa koskevia yleisiä periaatteita. Niiden mukaan sitova normiohjaus tulee koota alemmilta viranomaisilta ministeriöihin. Ministeriöt puolestaan tekevät lakeja ja asetuksia täsmentävät normipäätökset, jollei asia yhteiskunnallisen tai taloudellisen merkittävyyden vuoksi kuulu valtioneuvoston yleisistunnolle.

Rahoitusmarkkinoita koskevalle lainsäädännölle on tyypillistä, että valvottaviranomaiselle varataan oikeus antaa sitovia ja tarkentavia määräyksiä valvottavien yhteisöjen laissa säädetyistä velvollisuuksista. Esimerkiksi luottolaitostoiminnasta annettuun lakiin sisältyy useita rahoitustarkastuksen määräyksenantovaltuutta koskevia säännöksiä. Valvottaviranomaisen mahdollisuutta määrätä tarkemman lain asettamista vaatimuksista puoltaa se, että viranomaisella on oikeus saada valvottavilta yhteisöiltä välittömästi tietoa määräyksen kohteena olevasta toiminnasta. Myös ehdotettavassa arvopaperimarkkinalain 4 luvun 5 a §:ssä ehdotetaan rahoitustarkastukselle valtuutta antaa määräyksiä muun muassa arvopaperinvälittäjän sisäisestä selvityksestä. Rahoitusmarkkinoita koskevan lainsäädännön yhtenäisyyden ja asiakasvarojen käsittelyn turvallisuuden

vuoksi on katsottu tarpeelliseksi poiketa valtioneuvoston periaatepäätöksen yleisistä toimenpidemääräyksistä. Rahoitustarkastuksen määräykset tulisi antaa lain voimaantulon yhteydessä. Muu normintanto keskitetään periaatepäätöksen mukaisesti asianomaiseen ministeriöön tai ehdotetaan säädettäväksi asetuksella.

Ehdotettavan arvopaperimarkkinalain 4 a luvun 12 §:n mukaiset asianomaisen ministeriön päätökset on tarkoitettu annettavaksi selvitysjärjestelmien kehityksen mukaisina. Määräykset voidaan tarpeen mukaan koota joko yhteen tai useampaan päätökseen. Säännöksen sanamuoto ei välttämättä edellytä, että määräykset annetaan lain säätämisen yhteydessä.

### 3. Voimaantulo

Esitykseen liittyvät lait ehdotetaan saatettavaksi voimaan vuoden 1998 alusta. Säännökset sisältävät selvitystoiminnan oikeudelliset puitteet.

Lisäksi ehdotetaan, että lain tarkoittamaa selvitysyhteisön toimintaa harjoittavan yhteisön on haettava toimilupaa ja sääntöjen vahvistamista viimeistään kuuden kuukauden kuluttua lain voimaantulosta. Voimaantulosäännökset vastaavat esimerkiksi arvopaperimarkkinalain säätämisen yhteydessä omaksuttua ratkaisua. Jollei yhteisö ole saanut toimilupaa tai jos yhteisön sääntöjä ei ole vahvistettu, on yhteisön lopetettava toimintansa vuoden kuluessa lain voimaantulosta, jollei asianomainen ministeriö ole myöntänyt pidempää määräaikaa toiminnan lopettamiselle.

Suomi on liittynyt jäseneksi Euroopan unioniin vuoden 1995 alusta. Tällöin ovat myös Euroopan unionia koskevan sopimuksen määräykset tulleet Suomen valtiota liittymissopimuksen mukaisesti velvoittaviksi. Sopimuksella muutettiin muun muassa Euroopan talousyhteisön perustamissopimuksen talous- ja rahapoliittista yhteistyötä koskevia säännöksiä talous- ja rahaunionin perustamiseksi. Perustamissopimuksen 109 f artiklan mukaisesti on talous- ja rahaunionin toisen vaiheen alkaessa perustettu Euroopan rahapoliittinen instituutti, joka muun muassa valmistelee talous- ja rahaunionin kolmatta vaihetta. Instituutti myös neuvottelee sellaista kansallisten keskuspankkien toimivaltaan kuuluvista kysymyksistä, jotka vaikuttavat rahoituslaitosten ja -markkinoiden vakau-

teen. Artiklan 6 kohdan mukaisesti jäsenvaltioiden viranomaisten on neuvoston vahvistamin ehdoin kuultava Euroopan rahapoliittista instituuttia suunnitelmista lainsäädännöksi instituutin toimivaltaan kuuluvissa asioissa. Tämän perusteella on 22.11.1993 annettu neuvoston päätös 93/717/ETY, joka koskee jäsenvaltioiden viranomaisten velvollisuutta kuulla Euroopan rahapoliittista instituuttia suunnitelmista lainsäädännöksi. Päätöksen 1 artiklan mukaan sellaisiin hankkeisiin, joista instituuttia on erityisesti kuultava, kuuluvat selvitys- ja maksujärjestelmiä koskevat lainsäädäntösuunnitelmat. Instituuttia ei kuitenkaan tarvitse kuulla silloin, kun lainsäädännön tarkoitus on saattaa Euroopan yhteisöjen direktiivien säännöksiä kansallisesti voimaan. Instituutin on puolestaan välittömästi

ilmoitettava lausuntoa pyytävälle viranomaiselle, kuuluvatko lainsäädäntösuunnitelmaan sisältyvät säännökset instituutin toimialaan vai eivät. Päätöksen 3 artiklan mukaan Euroopan rahapoliittista instituuttia on kuultava sopivassa vaiheessa, jotta instituutin kannanotto voidaan ottaa huomioon ennen päätöksen asiasisällöstä päättämistä. Jäsenvaltioiden viranomaiset voivat kuitenkin 4 artiklan mukaan tarvittaessa asettaa vähintään kuukauden pituisen määräajan kannanoton antamiselle.

Esitys selvitystoimintaa koskevaksi lainsäädännöksi sisältää joitakin sijoituspalveludirektiivin säännösten voimaan saattamiseen liittyviä säännöshdotuksia. Esitys on kuitenkin varsinaisesti kansallinen lainsäädäntöhanke, josta on kuultava Euroopan rahapoliittista instituuttia. Instituutin kannanotot voidaan ottaa huomioon tarpeellisessa määrin eduskuntakäsittelyn aikana.

Edellä esitetyn perusteella annetaan Eduskunnan hyväksyttäväksi seuraavat lakiehdotukset:

## 1.

### Laki

#### arvopaperimarkkinalain muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti

*muutetaan* 26 päivänä toukokuuta 1989 annetun arvopaperimarkkinalain (495/1989) 1 luvun 1 §:n 1 momentti, 3 luvun 3 §:n 1 momentti, 4 luvun 5 a §, 7 luvun 1 §:n 2 momentti ja 3 §:n 1 momentti sekä 10 luvun 3 §:n 1 momentti,

näistä 3 luvun 3 §:n 1 momentti, 7 luvun 1 §:n 2 momentti ja 10 luvun 3 §:n 1 momentti sellaisina kuin ne ovat muutettuna laissa (581/1996) ja 4 luvun 5 a § sellaisena kuin se on laissa (1537/1995) sekä

*lisätään* 1 luvun 4 §:ään, sellaisena kuin se on muutettuna laissa (740/1993 ja 581/1996), uusi 2 momentti, jolloin nykyinen 5 momentti siirtyy 3 momentiksi, uusi 4 a luku sekä 8 lukuun uusi 2 a §, seuraavasti:

1 luku

#### Yleisiä säännöksiä

1 §

*Soveltamisala*

tystoimintaa sekä julkista kaupankäyntiä arvopapereilla.

4 §

*Määritelmät*

Tämä laki koskee arvopaperien saattamista yleiseen liikkeeseen, yleiseen liikkeeseen saatettujen arvopaperien vaihdantaa ja selvi-

Tässä laissa tarkoitetaan:

1) *selvitystoiminnalla* julkisessa kaupan-



käynnissä tehdystä arvopaperikaupasta johtuvien velvoitteiden määrittämistä ja toteuttamista kaupan osapuolten lukuun. Selvitystoimintana pidetään myös sellaisten velvoitteiden määrittämistä ja toteuttamista, jotka johduvat arvo-osuusjärjestelmään liitetyn arvopaperin tai julkisen kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin muussa kuin julkisessa kaupankäynnissä tehdystä kaupasta tai luovutuksesta; sekä

2) *selvitysyhteisöllä* osakeyhtiötä, joka ammattimaisesti ja säännöllisessä menettelyssä harjoittaa selvitystoimintaa sellaisten yhteisöjen lukuun, joille on myönnetty oikeus antaa arvopaperikauppoja tai muita luovutuksia selvitysyhteisön selvitettäväksi (*selvitysosapuolet*).

### 3 luku

#### Julkinen kaupankäynti arvopapereilla

##### 3 §

##### *Arvopaperipörssin toiminta*

Arvopaperipörssi saa arvopaperipörssitoiminnan lisäksi järjestää muuta julkista kaupankäyntiä sekä tarjota arvopaperien vaihdantaan ja säilytykseen liittyviä tietojenkäsittelypalveluja sekä arvopaperi- ja rahoitusmarkkinoiden kehittämiseen liittyviä koulutus- ja tiedotuspalveluja. Arvopaperipörssi saa toimia selvitysosapuolena ja harjoittaa selvitysyhteisön toimintaa sen mukaan kuin 4 a luvussa on säädetty ja pitää arvo-osuusrekisteriä sen mukaan kuin siitä on säädetty arvo-osuusjärjestelmästä annetussa laissa (826/1991). Arvopaperipörssi saa lisäksi, sen mukaan kuin siitä on säädetty kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termiineillä annetussa laissa (772/1988), harjoittaa optioyhteisön toimintaa.

### 4 luku

#### Arvopaperikauppa ja arvopaperinvälitys

##### 5 a §

##### *Arvopaperinvälittäjän toiminta*

Arvopaperinvälittäjän on järjestettävä sen haltuun luovutettujen asiakkaan rahavarojen

ja muun omaisuuden (*asiakasvarat*) säilytys, käsittely ja selvitys niin, ettei ole vaaraa niiden sekoittumisesta välittäjän omiin varoihin ja omaisuuteen. Asiakasvarat on säilytettävä luotettavalla tavalla, ja asiakkaan rahavarat on sijoitettava tilille talletuspankkiin tai ulkomaisen luottolaitoksen sivukonttoriin, jollei muusta sijoittamisesta ole kirjallisesti sovittu. Lukuunottamatta talletuspankkia ja talletusten vastaanottamiseen oikeutetun ulkomaisen luottolaitoksen sivukonttoria arvopaperinvälittäjän on pidettävä asiakkaan rahavarat kirjanpidossaan erillään välittäjän omista varoista ja omaisuudesta.

Arvopaperinvälittäjä saa 5 §:n 1 momentin estämättä luovuttaa asiakkaalleen kuuluvan arvopaperin pantiksi selvitysyhteisölle tai selvitysosapuolelle arvopaperia koskevasta kaupasta johtuvan asiakkaan velvoitteen täyttämisen vakuudeksi.

Välittäjä saa tehdä asiakkaan lukuun sopimuksen asiakkaan arvopapereiden velaksiansiannosta (*lainaussopimus*) ja arvopapereiden luovutuksesta takaisinostoehdoin (*takaisinostosopimus*), jos välittäjän ja asiakkaan välillä on etukäteen tehty kirjallinen toimeksiantosopimus asiakkaan arvopapereiden käyttämisestä lainaus- tai takaisinostosopimuksissa. Jollei asiakkaan kanssa toisin ole sovittu, voidaan asiakkaan lukuun tehdä vain sellainen lainaus- tai takaisinostosopimus, jonka ehdot rahoitustarkastus on hyväksynyt ja jonka selvitys toteutetaan 4 a luvun mukaisesti selvitysyhteisössä.

Rahoitustarkastus hyväksyy leimaverolain 47 b §:ssä tarkoitetun takaisinostosopimuksen ja tuloverolain 45 §:ssä tarkoitetun lainaussopimuksen ehdot. Hyväksyntää voi hakea rahoitustarkastuslain (503/1993) 2 §:ssä tarkoitettu valvottava. Erillistä hyväksyntää ei kuitenkaan ole haettava, jos takaisinostosopimuksen ehdot on vahvistettu 3 luvun 4 §:n mukaisesti osana arvopaperipörssin sääntöjä tai kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termiineillä annetun lain 3 luvun 1 §:n 2 momentin mukaisesti osana optioyhteisön sääntöjä.

Rahoitustarkastus voi arvopaperimarkkinoita kohtaan tunnetun luottamuksen vahvistamiseksi antaa tarkemmat määräykset tässä pykälässä tarkoitetuista välittäjän velvollisuuksista, jotka liittyvät asiakasvarojen erottamiseen, säilyttämiseen ja käsittelyyn, asiakkaan arvopaperien pantiksi luovuttamiseen sekä asiakkaan aseman turvaamiseen selvitystoiminnassa.

## 4 a luku

**Selvitystoiminta**

## 1 §

*Luvanvaraisuus*

Selvitysyhteisön toimintaa ei saa harjoittaa ilman asianomaisen ministeriön lupaa.

Vakioitujen johdannaissovimusten selvityksestä on voimassa, mitä laissa kaupan käynnistä vakioiduilla optioilla ja termiineillä on säädetty.

## 2 §

*Toimilupa*

Lupa selvitysyhteisön toiminnan harjoittamiseen on hakemuksesta myönnettävä suomalaiselle osakeyhtiölle, jonka taloudelliset toimintaedellytykset täyttävät luotettavalle selvitysyhteisön toiminnalle asetettavat vaatimukset ja jonka toiminnassa noudatettavat säännöt tarjoavat riittävän suojan sijoittajille ja selvitysosapuolille. Lisäksi yhteisön omistajista, hallinnosta ja toiminnan järjestämisestä saatavan selvityksen perusteella on voitava varmistua siitä, että selvitystoimintaa tullaan harjoittamaan luotettavalla tavalla ja että selvitysyhteisöä tullaan johtamaan ammattitaitoisesti sekä järkevien ja vakaiden liiketapaperiaatteiden mukaisesti. Toimilupaa ei kuitenkaan saa myöntää, jos yhteisön toiminnan aloittaminen on yleisen edun vastaista.

Toimilupa voidaan myöntää hakijalle, jonka täysin maksettu osakepääoma on vähintään 30 miljoonaa markkaa. Jos yhteisön on muun toimintansa takia täytettävä muualla laissa säädettyjä pääomavaatimuksia, on tämän momentin mukainen vaatimus täytettävä näiden vaatimusten lisäksi.

Hakemukseen on liitettävä yksityiskohtainen selvitys selvitystoiminnan järjestämisestä, toimintaan liittyvien riskien hallinnasta sekä selvitysyhteisön maksuvalmiuden turvaamisesta. Asianomainen ministeriö voi hakijan kustannuksella hankkia erityistä selvitystä hakemukseen tai selvitysyhteisön sääntöihin liittyvän erityisasiantuntemusta edellyttävän seikan arvioimiseksi. Hakemuksesta on pyydettyä Suomen Pankin ja rahoitustarkastuksen lausunto. Jos yhteisön toimintaan tulee kuulumaan arvo-osuusjär-

jestelmään liitettyjen arvopaperien selvitystoimintaa, on lausunto tarvittaessa pyydettyä myös arvopaperikeskukselta.

Asianomaisella ministeriöllä on oikeus toimiluvan hakijaa kuultuaan asettaa lupaa myöntäessään selvitysyhteisön toimintaa koskevia rajoituksia ja ehtoja.

## 3 §

*Toimiluvan peruuttaminen, selvitystoiminnan rajoittaminen ja keskeyttäminen*

Asianomainen ministeriö voi peruuttaa selvitysyhteisön toimiluvan, jos yhteisön toiminnassa on olennaisesti poikettu lain tai asetuksen säännöksestä taikka viranomaisen näiden nojalla antamasta määräyksestä. Lupa voidaan niinkään peruuttaa, jos yhteisön toiminnassa on rikottu yhteisön yhtiöjärjestyksestä, sääntöjä tai toimilupaan sisältyviä ehtoja tai rajoituksia taikka jos toimiluvan myöntämiselle säädettyjä edellytyksiä ei enää ole olemassa. Toimiluvan peruuttamisen asemesta asianomainen ministeriö voi rajoittaa selvitysyhteisön toimintaa 2 momentin mukaisesti, jos sitä voidaan pitää riittävänä toimenpiteenä.

Asianomainen ministeriö voi rajoittaa määräjäksi selvitysyhteisön toimiluvan mukaista toimintaa, jos yhteisön toiminnassa on todettu taitamattomuutta tai varomattomuutta tai jos on ilmeistä, että yhteisön toiminta vaarantaa rahoitusmarkkinoiden vakautta tai sijoittajien taikka selvitysosapuolten etua.

Asianomainen ministeriö voi rahoitustarkastuksen esityksestä määrätä selvitysyhteisön harjoittaman selvitystoiminnan keskeytettäväksi määräajaksi tai toistaiseksi, jos selvitystoiminta on häiriintynyt siten, että sen jatkaminen voi vahingoittaa sijoittajien tai selvitysosapuolten etua. Asianomaisella ministeriöllä on oikeus antaa määräyksiä selvitystoiminnan järjestämisestä sinä aikana, jonka selvitysyhteisön toiminta on keskeytetty.

## 4 §

*Selvitysyhteisön säännöt*

Selvitysyhteisöllä on oltava säännöt, jotka sisältävät tätä lakia täydentävät määräykset selvitysyhteisön toiminnan harjoittamisesta. Säännöt ja niiden muutokset vahvistaa asian-

omainen ministeriö. Ennen sääntöjen tai niiden muutoksen vahvistamista ministeriön on pyydettävä asiasta lausunto Suomen Pankilta ja rahoitustarkastukselta. Jos yhteisön toimintaan kuuluu arvo-osuusjärjestelmään liitettyjen arvopaperien selvitystoimintaa, on lausunto tarvittaessa pyydettävä myös arvopaperikeskukselta.

Säännöt voidaan vahvistaa, jos ne sisältävät sijoittajan ja selvitysosapuolen suojan kannalta riittävät määräykset siitä,

1) millaisia arvopaperikauppoja tai muita luovutuksia otetaan selvitysyhteisön harjoittaman selvitystoiminnan kohteeksi,

2) miten ja milloin selvitystoiminta järjestetään,

3) miten ja millä perusteilla selvitysosapuoleksi hyväksyminen ja oikeuksien peruuttaminen tapahtuu,

4) miten arvopaperikaupasta tai muusta luovutuksesta johtuvat velvoitteet määritellään selvitystoiminnassa,

5) miten velvoitteet vahvistetaan kaupan osapuolia ja selvitysosapuolia sitoviksi,

6) millä tavalla selvitysyhteisö vastaa velvoitteiden täyttämistä,

7) kuinka nopeasti ja miten velvoitteet on täytettävä,

8) miten selvitysyhteisön maksuvalmius turvataan,

9) miten 7 §:ssä tarkoitetut selvitystoimintaa turvaavat vakuudet asetetaan,

10) miten selvitystoiminnasta aiheutuva tappionvaara katetaan,

11) miten selvitystoiminta järjestetään häiriötilanteissa tai silloin, jos selvitysosapuoli laiminlyö selvitystoimintaan kuuluvia velvoitteitaan,

12) miten selvitysosapuolet vastaavat selvitystoiminnasta, sekä

13) miten sääntöjä täydentävien päätösten antaminen on jaettu hallituksen ja toimitusjohtajan kesken.

Jos selvitysyhteisö harjoittaa 5 §:n 1 momentin 1 kohdassa tarkoitettua arvopaperien lainaus- ja takaisinostosopimusten selvitystoimintaa tai jos selvitysyhteisön toiminnassa yhdistetään velvoitteita eräistä arvopaperi- ja valuuttakaupan ehdoista annetun lain (588/1997) mukaisesti, on tästä toiminnasta otettava määräykset selvitysyhteisön sääntöihin.

Asianomainen ministeriö voi määrätä sääntöjen sisältöä muutettavaksi tai täydennettäväksi. Mikäli tärkeä yleinen etu vaatii selvitystoiminnan järjestämistä, eikä selvitysyh-

teisön sääntöjä tai niiden muutosta ole hakeuksen hylkäämisen takia tai muusta syystä vahvistettu, voi asianomainen ministeriö määrätä selvitystoiminnan järjestämisestä.

## 5 §

### *Selvitysyhteisön liiketoiminta*

Selvitysyhteisö saa 1 luvun 4 §:n 2 momentissa tarkoitetun selvitysyhteisön toiminnan lisäksi toimiluvassa määrätyn edellytyksin

1) harjoittaa 4 luvun 5 a §:n 3 momentissa määriteltyjen arvopaperien lainaus- ja takaisinostosopimusten selvitystoimintaa, jos rahoitustarkastus on hyväksynyt sopimusten ehdot;

2) tarjota arvopaperien vaihdantaan ja säilytykseen liittyviä tietojenkäsittelypalveluja, arvopaperi- ja rahoitusmarkkinoiden kehittämiseen liittyviä koulutus-, tiedotus- ja tietojenkäsittelypalveluja;

3) harjoittaa arvopaperikeskuksen toimintaa ja pitää arvo-osuusrekisteriä sen mukaan kuin siitä on säädetty arvo-osuusjärjestelmästä annetussa laissa;

4) harjoittaa arvopaperipörssiä toimintaa ja järjestää arvopaperien muuta julkista kaupankäyntiä sekä toimia selvitysosapuolena sen mukaan kuin siitä säädetään tässä laissa; sekä

5) harjoittaa optioyhteisön toimintaa siten kuin siitä on säädetty kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termiineillä annetussa laissa.

Selvitysyhteisö ei saa omistaa osakkeita tai osuuksia muussa kuin tässä pykälässä tarkoitettuja palveluja tuottavassa yhteisössä, ellei rahoitustarkastus erityisestä syystä myönnä poikkeusta tästä rajoituksesta. Selvitysyhteisö voi antaa sääntöjensä mukaiseen selvitystoimintaan kuuluvia tehtäviä toisen yhteisön hoidettavaksi. Selvitysyhteisö vastaa selvitysosapuolia kohtaan selvitystoimintaan kuuluvia tehtäviä hoitavien yhteisöjen toiminnasta kuin omasta toiminnastaan, jollei arvo-osuusjärjestelmästä annetusta laista tai arvo-osuustileistä annetusta laista (827/1991) m19uuta johdu. Selvitysyhteisön varat on sijoitettava turvallisella ja yhteisön maksuvalmiuden turvaavalla tavalla.

Selvitysyhteisö ei saa harjoittaa muuta kuin tässä pykälässä mainittua toimintaa. Tässä pykälässä tarkoitettu selvitysyhteisön liiketoiminta ei saa vaarantaa selvitystoimin-

taa.

## 6 §

### *Vaikutusvaltarajoitus*

Selvitysyhteisön kokouksessa ei kukaan saa äänestää yli yhdellä kahdeskymmenesosalla kokouksessa edustetusta äänimäärästä, ellei valtioneuvosto erityisestä syystä myönnä poikkeusta tästä rajoituksesta.

Milloin kokouksen päätöksen pätevyyden edellytyksenä on, että määräenemmistö on annettu päätöksen puolesta, luetaan määräenemmistö 1 momentin mukaan lasketuista äänistä.

Jos selvitysyhteisöllä on 3 luvun 2 §:ssä tai kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termiineillä annetun lain 2 luvun 2 §:ssä tarkoitettu toimilupa, sovelletaan yhteisöön 3 luvun 8 §:n tai kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termiineillä annetun lain 2 luvun 7 §:n sijasta tämän pykälän mukaista rajoitusta.

## 7 §

### *Selvitysyhteisön toiminnan turvaaminen*

Selvitysyhteisö voi toimintansa turvaamiseksi tehdä selvitysosapuolten kanssa sopimuksen selvitysyhteisön toiminnassa mahdollisesti syntyvien tappioiden jakamisesta. Selvitysosapuolen vastuu voidaan sopimuksessa rajoittaa koskemaan vain osaa selvitysyhteisön toiminnasta, ja selvitysosapuolen vastuulle voidaan asettaa enimmäismäärä. Sopimukselle on haettava asianomaisen ministeriön vahvistus. Ennen sopimuksen vahvistamista ministeriön on pyydettävä asiasta lausunto Suomen Pankilta ja rahoitustarkastukselta. Jos yhteisön toimintaan kuuluu arvo-osuusjärjestelmään liitettyjen arvopaperien selvitystoimintaa, on lausunto tarvittaessa pyydettävä myös arvopaperikeskukselta. Selvitysosapuoli voi korvata tappionjakosopimukseen sitoutumisen osaksi tai kokonaan selvitysyhteisön toimintaa turvaavan vakuutuksen tai takauksen hankkimisella.

Selvitysyhteisön on jatkuvasti katettava selvitystoiminnassa syntyvät vastuunsa selvitysosapuolilta vaadittavilla vakuuksilla.

Selvitysyhteisöllä on oltava selvitysrahasto, joka selvitysyhteisön taseessa saadaan kirjata erilliseksi oman pääoman eräksi. Sel-

vitysrahastoon on siirrettävä varoja sen mukaan kuin siitä määrätään rahaston ja selvitysyhteisön säännöissä tai, jos rahasto on kirjattu selvitysyhteisön taseeseen, yhtiöjärjestyksessä. Selvitysyhteisön yhtiökokous voi päättää, että tietty määrä taseen osoittamasta vapaasta omasta pääomasta on siirrettävä selvitysrahastoon. Selvitysyhteisön säännöissä voidaan lisäksi määrätä, että selvitysosapuolet ovat velvollisia maksamaan kartutusmaksuja selvitysrahastoon. Selvitysrahastoa saadaan käyttää selvitystoiminnasta syntyneiden tappioiden peittämiseen. Selvitysrahaston varoja voidaan palauttaa selvitysosapuolille tai käyttää voitonjakoon vain rahoitustarkastuksen luvalla tai selvitysyhteisön purkauessa.

Selvitysyhteisön omien varojen, tappionjakosopimuksen, selvitysrahaston sekä selvitysyhteisön hyväksi asetettujen vakuuksien, otettujen vakuutusten ja annettujen takausten on oltava riittävät varmistamaan selvitystoiminnan luotettavuus.

## 8 §

### *Selvitysosapuoli*

Selvitysyhteisön on myönnettävä selvitysosapuolen oikeudet Suomen valtiolle, Suomen Pankille, arvopaperipörssille, optioyhteisölle sekä sellaiselle arvopaperinvälittäjälle

- 1) jolla on kiinteä toimipaikka Suomessa;
- 2) joka täyttää selvitysosapuolelle tässä laissa, sen perusteella annetuissa määräyksissä ja selvitysyhteisön säännöissä asetetut vaatimukset;
- 3) joka sitoutuu noudattamaan selvitysyhteisön sääntöjä;
- 4) jonka osallistuminen selvitysyhteisön toimintaan ei ole omiaan vaarantamaan tämän toiminnan tai selvitysyhteisön muun toiminnan luotettavuutta; ja
- 5) jonka osakepääoma on vähintään viisi miljoonaa markkaa.

Selvitysyhteisö saa lisäksi myöntää selvitysosapuolen oikeudet arvopaperinvälittäjältä Suomessa edellytettyä toimilupaa vastaavan toimiluvan viranomaiselta Euroopan talousalueelta saaneelle ulkomaiselle arvopaperinvälittäjälle, jolla ei ole kiinteää toimipaikkaa Suomessa ja joka täyttää 1 momentin 2—5 kohdissa asetetut vaatimukset. Asianomaisen ministeriön määräämin ehdoin voidaan myös muulle 1 momentin 2—5 kohtien edellytyk-

set täyttävälle suomalaiselle tai ulkomaiselle yhteisölle myöntää selvitysosaapuolen oikeudet.

Selvitysosaapuolen oikeudet on peruutettava, mikäli osapuoli ei enää täytä tämän pykälän mukaisia vaatimuksia tai milloin rahoitustarkastus arvopaperimarkkinoita kohtaan tunnetun luottamuksen vahvistamiseksi tai muusta erityisen painavasta syystä niin päättää.

Selvitys yhteisön on annettava selvitysosaapuolen asemaa koskeva päätöksensä tiedoksi rahoitustarkastukselle. Selvitysosaapuolen asemaa hakevalla yhteisöllä sekä yhteisöllä, jonka oikeudet on peruutettu, on oikeus saattaa 1, 2 ja 3 momentissa tarkoitettu selvitys yhteisön päätös rahoitustarkastuksen käsiteltäväksi 30 päivän kuluessa päätöksestä. Rahoitustarkastuksen on ilmoitettava selvitys yhteisölle asian saattamisesta rahoitustarkastuksen käsiteltäväksi.

Mitä 4 luvun 5 a §:ssä on säädetty arvopaperinvälittäjän velvollisuudesta pitää asiakasvarat erillään ja välittäjän tekemistä lainaus- ja takaisinostosopimuksista, koskee myös selvitysosaapuolta.

## 9 §

### *Selvitysosaapuolen aseman turvaaminen*

Selvitys yhteisön on huolehdittava siitä, ettei selvitysosaapuolille aiheudu yhteisön toiminnassa vaaraa tehdyn suorituksen menettämisestä ilman vastasuoritusta. Selvitys yhteisö ei saa täyttää kauppaan tai luovutukseen liittyvää velvoitetta selvitysosaapuolelle varmistumatta siitä, että tämä on täyttänyt omat kauppaan tai luovutukseen liittyvät velvoitteensa.

Selvitys yhteisö saa selvitystoiminnan toteuttamiseksi avata omissa nimissään rahavarojen tilin Suomen Pankissa, talletuspankissa tai talletuksia vastaanottavassa ulkomaisen luottolaitoksen sivukonttorissa siten, että tilille vastaanotetaan ja siltä maksetaan selvitysosaapuolten ja näiden asiakkaiden suorituksia. Tällaisella tilillä olevat varat eivät kuulu selvitys yhteisölle ja ne on pidettävä selvitys yhteisön kirjanpidossa erillään selvitys yhteisön varoista. Selvitys yhteisön on pidettävä ajantasaisesti kirjaa siitä, kenelle tilillä olevat varat kuuluvat. Rahoitustarkastus voi arvopaperimarkkinoita kohtaan tunnetun luottamuksen vahvistamiseksi antaa selvitys yhteisölle tarkemmat määräykset täs-

sä momentissa tarkoitetuilla selvitys yhteisön avaamalla tileillä olevien asiakasvarojen erillään pitämisestä sekä asiakkaan aseman turvaamisesta selvitystoiminnassa.

## 10 §

### *Selvitysosaapuolen varmistamisvelvollisuus*

Selvitysosaapuolen on arvopaperien hallinnan siirroilla, asiakkaan rahavarojen siirtämisellä 4 luvun 5 a §:n 1 momentissa tarkoitettulle tilille talletuspankkiin tai ulkomaisen luottolaitoksen sivukonttoriin, arvo-osuustileistä annetun lain 9 §:n tai 16 §:n mukaisella kirjauksella tai muutoin riittävän huolellisesti varmistettava, että kaupasta tai muusta luovutuksesta johtuvat rahavelvoitteet tai arvopaperien toimitusvelvoitteet voidaan täyttää selvitys yhteisön sääntöjen mukaisesti.

Jollei selvittävänä annettua arvopaperikauppaa tai muuta luovutusta voida selvittää sen ehtojen tai selvitys yhteisön sääntöjen mukaisesti siksi, että selvitysosaapuoli on olennaisesti rikkonut 1 momentin tarkoittamia tai muita lain, viranomaisten määräysten tai selvitys yhteisön sääntöjen mukaisia velvoitteitaan siten, että kaupan tai luovutuksen selvitys tästä syystä viivästyy, on selvitysosaapuoli vaadittaessa velvollinen maksamaan laiminlyöntiin tai viivästykseen syyttömälle selvitysosaapuolelle tai, milloin selvitys yhteisö ottaa sääntöjensä mukaan vastuun kaupan tai luovutuksen täyttämisestä, selvitys yhteisölle viivästyksen johdosta korvauksen siten kuin selvitys yhteisön säännöissä määrätään. Korvauksesta on lisäksi voimassa, mitä 9 luvun 2 §:ssä säädetään.

## 11 §

### *Selvitys yhteisön ja selvitysosaapuolen panttioikeus*

Selvitysosaapuolen selvittäväksi antamaan arvopaperikauppaan liittyvien, selvitys yhteisön sääntöjen mukaisesti vahvistettujen velvoitteiden täyttämisen vakuudeksi on selvitys yhteisöllä panttioikeus arvo-osuuteen, joka on kaupan johdosta kirjattu selvitys yhteisön, selvitysosaapuolen tai arvopaperinvälittäjän lukuun pidettävälle, arvo-osuustileistä annetun lain 16 §:ssä tarkoitettulle kauppantilille. Selvitys yhteisö saa panttioikeuden, jos yhteisö on suorittanut arvo-osuuksia kos-



kevan maksun tai ottanut vastatakseen siitä. Selvitysosapuolella on panttioikeus osapuolen omaan tai osapuolen edustaman arvopaperinvälittäjän lukuun pidettävälle kaupintatilille kirjattuun asiakkaan arvo-osuuteen sitä koskevasta toimeksiannosta johtuvien velvoitteiden täyttämisen vakuudeksi, jos selvitysosapuoli on suorittanut arvo-osuuksia koskevan maksun.

Jos samoihin arvo-osuuksiin kohdistuu yhtäaikaaisesti 1 ja 2 momentissa tarkoitettu panttioikeus sekä arvo-osuustileistä annetun lain 7 §:n 2 momentin mukainen oikeus, saa 1 momentin mukaisen oikeuden haltija suorituksen saatavastaan ennen 2 momentin tai arvo-osuustileistä annetun lain 7 §:n 2 momentin mukaisen oikeuden haltijaa. Selvitysosapuoli, jolla on 2 momentin mukainen panttioikeus, saa suorituksen saatavastaan ennen arvo-osuustileistä annetun lain 7 §:n 2 momentin mukaisen oikeuden haltijaa.

Jos panttina olevaa omaisuutta koskeva, 1 tai 2 momentissa tarkoitettu velvoite laiminlyödään, saa pantinhaltija selvityksen toteuttamiseksi muuttaa panttiomaisuuden rahaksi. Jos panttina on julkisen kaupankäynnin kohteena oleva arvopaperi, voidaan arvopaperi muuttaa rahaksi julkisessa kaupankäynnissä. Rahaksi muuttamisessa voidaan myös muuten poiketa pantinhaltijan oikeutta rajoittavista lainsäädännöksistä, jos poikkeaminen ei kohtuuttomasti vaaranna pantinomistajan, velallisen tai muiden velkojien etua. Rahaksimuuttamisoikeus on selvitysosapuolella myös siinä tapauksessa, että arvopaperinvälittäjä, joka ei toimi selvitysosapuolena, jättää täyttämättä selvitettävästä kaupasta johuvat velvoitteensa.

Mitä tässä pykälässä säädetään kaupintalille kirjatusta arvo-osuudesta, on vastaavasti sovellettava myytyyn ja ostettuun arvopaperiin, joka on luovutettu selvitysyhteisön tai selvitysosapuolen haltuun arvopaperikaupan selvitystä varten.

## 12 §

### *Määräyksenantovaltuus*

Asianomaisen ministeriön päätöksellä voidaan antaa tarkempia määräyksiä:

1) 2 §:n 1 momentissa tarkoitettujen hakemuksen sisällöstä ja hakemukseen liitettävistä selvityksistä;

2) 7 §:n mukaisessa selvitystoiminnan turvaamisessa noudatettavista säännöistä sekä

tappionvaaran kattamisesta; ja

3) 8 §:n mukaisista selvitysosapuolelle asetettavista vaatimuksista.

## 7 luku

### **Arvopaperimarkkinoiden valvonta**

## 1 §

### *Valvontaviranomainen*

Rahoitustarkastuksella on oikeus saada julkisen kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijalta, 2 luvun 3 §:ssä tarkoitettujen esitteiden julkistamiseen velvolliselta, 2 luvun 9 ja 10 §:ssä tarkoitettua ilmoitusvelvolliselta, 4 a luvun 5 §:n 2 momentissa tarkoitettua selvitysyhteisön omistuksessa olevalta tai selvitystoimintaan kuuluvia tehtäviä hoitavalta, 5 luvun 2, 3 ja 4 §:ssä tarkoitettua ilmoitusvelvolliselta, yhteisöltä ja säätiöltä sekä 6 luvun 1 §:ssä tarkoitettua ostotarjouksen tekijältä ja 6 luvun 6 §:ssä tarkoitettua osakkeenomistajalta tai muulta lunastusvelvolliselta valvonnan edellyttämät tiedot sekä saada näiltä jäljennökset valvonnan kannalta tarpeelliseksi katsomista asiakirjoista. Rahoitustarkastuksella on lisäksi oikeus suorittaa valvonnan kannalta välttämätön tarkastus edellä mainituissa lainkohdissa tarkoitettujen yhteisöjen ja säätiöiden luona.

## 3 §

### *Vaitiolo velvollisuus*

Joka tässä laissa tarkoitettuja tehtäviä suorittaessaan tai arvopaperipörssin, arvopaperinvälittäjän, selvitysyhteisön, selvitysosapuolen, 4 a luvun 5 §:n 2 momentissa tarkoitettujen yhteisöiden tai 3 luvun 13 §:n 3 momentissa tarkoitettujen arvopaperinvälittäjien yhteisöiden toimielimen jäsenenä tai varajäsenenä tai toimihenkilönä on saanut tietää arvopaperin liikkeeseenlaskijan tai muun henkilön taloudellista asemaa tai yksityistä olosuhdetta koskevan julkistamattoman seikan tahi liike- tai ammattisalaisuuden, ei saa sitä ilmaista tai muuten paljastaa eikä käyttää hyväksi, mikäli sitä ei ole säädetty tai asianmukaisessa järjestyksessä määrätty ilmaistavaksi tai ellei se, jonka hyväksi vai-

tiolovelvollisuus on säädetty, anna suostumustaan sen ilmaisemiseen.

hakea muutosta valittamalla.

8 luku

**Rangaistussäännökset**

2 a §

*Selvitysyhteisön toiminnan luvaton harjoittaminen*

Joka tahallaan tai törkeästä huolimattomuudesta harjoittaa selvitysyhteisön toimintaa vastoin 4 a luvun 1 §:ää, on tuomittava, jollei teko ole vähäinen tai siitä muualla laissa säädetä ankarampaa rangaistusta, *luvattomasta selvitysyhteisön toiminnan harjoittamisesta* sakkoon tai vankeuteen enintään yhdeksi vuodeksi.

10 luku

**Erinäisiä säännöksiä**

3 §

*Muutoksenhaku*

Valtioneuvoston tai asianomaisen ministeriön 3 luvun 2 §:n 1 momentin, 4 §:n 2 momentin, 13 §:n 3 momentin ja 14 §:n 1 momentin sekä 4 a luvun 2 §:n ja 4 §:n 1 momentin nojalla antamaan päätökseen ei saa

Tämä laki tulee voimaan kuuta 199 .

Hakemus selvitysyhteisön toimiluvan myöntämisestä, selvitysyhteisön sääntöjen ja tappionjakosopimuksen vahvistamisesta, vaikutusvaltarajoituksesta annettavasta poikkeuksesta sekä selvitysosapuolen oikeuksien myöntämisestä voidaan ottaa käsiteltäväksi jo ennen lain voimaantuloa. Näitä hakemuksia koskeva päätös voidaan niin ikään tehdä ja ryhtyä muihinkin lain täytäntöönpanon edellyttämiin toimenpiteisiin ennen lain voimaantuloa.

Sen, joka tämän lain tullessa voimaan harjoittaa selvitysyhteisön toimintaa, on haettava toimilupaa ja sääntöjen vahvistamista tai lopetettava harjoittamansa selvitysyhteisön toiminta kuuden kuukauden kuluessa lain voimaantulosta. Jos toimilupaa ja sääntöjen vahvistamista on haettu määräajassa, mutta lupaa ei ole myönnetty tai sääntöjä vahvistettu vuoden kuluessa tämän lain voimaantulosta, harjoitettu selvitysyhteisön toiminta on lopetettava, jollei asianomainen ministeriö erityisestä syystä myönnä lopettamiselle pitempää määräaikaa.

Sellaisen selvitysosapuolen, jonka oman pääoman määrä ei tämän lain voimaantullessa täytä 4 a luvun 8 §:n 1 momentin vaatimuksia, on vuoden kuluessa tämän lain voimaantulosta huolehdittava siitä, että sanottu vaatimus täyttyy, tai mainitun ajan kuluessa lopetettava selvitysosapuolen toiminta.

2.

**Laki**

**sijoituspalveluyrityksistä annetun lain 52 §:n muuttamisesta**

Eduskunnan päätöksen mukaisesti muutetaan sijoituspalveluyrityksistä 26 päivänä heinäkuuta 1996 annetun lain (579/1996) 52 §:n 1 momentti seuraavasti:

52 §

*Asiakasvarojen säilyttäminen*

Sijoituspalveluyrityksen haltuun säilyttä-

mistä, sijoittamista tai muuta varainhoitoa varten annettujen taikka omaisuuden myynnistä saatujen varojen säilyttämisestä on voimassa, mitä arvopaperimarkkinalain 4 luvun 5 a §:ssä on säädetty.

Tämä laki tulee voimaan \_\_\_\_\_ päivänä  
kuuta 199 .

### 3.

## Laki

### kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termiineillä annetun lain 2 luvun 4 §:n muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti  
*muutetaan* kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termiineillä 26 päivänä elokuuta 1988 annetun lain (772/1988) 2 luvun 4 §:n 1 momentti, sellaisena kuin se on muutettuna laissa (599/1997) seuraavasti:

#### 2 luku

#### Optioyhteisö ja markkinaosapuolet

#### 4 §

#### *Optioyhteisön toiminta*

Optioyhteisö saa optioyhteisön toiminnan lisäksi tarjota johdannaiss-, rahoitus- ja arvopaperimarkkinoiden kehittämiseen liittyviä tieto-, tiedotus- ja tietojenkäsittelypalveluja sekä harjoittaa arvopaperimarkkinalain 4 luvun 5 a §:n 3 ja 4 momentissa tarkoitettujen arvopaperien lainaus- ja takaisinostosopimusten selvitystoimintaa, jos rahoitustarkastus on hyväksynyt sopimusten ehdot tai jos ehdot on hyväksytty osana optioyhteisön sääntöjä. Optioyhteisö saa tarjota

myös arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettuun selvitystoimintaan liittyviä palveluja siinä laajuudessa kuin se on tarpeen johdannaissopimusten toteuttamiseksi. Optioyhteisö saa toimia selvitysosapuolena ja harjoittaa selvitysyhteisön toimintaa siten kuin siitä säädetään arvopaperimarkkinalain 4 a luvussa. Optioyhteisö saa pitää arvo-osuusrekisteriä sen mukaan kuin siitä säädetään arvo-osuusjärjestelmästä annetussa laissa (826/1991). Optioyhteisön oikeudesta harjoittaa arvopaperipörssiä säädetään arvopaperimarkkinalaissa.

Tämä laki tulee voimaan \_\_\_\_\_ päivänä  
kuuta 199 .

### 4.

## Laki

### arvo-osuusjärjestelmästä annetun lain 28 §:n muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti  
*muutetaan* arvo-osuusjärjestelmästä 17 päivänä toukokuuta 1991 annetun lain (826/1991) 28 §:n 1 momentti, sellaisena kuin se on muutettuna laissa (1386/1995 ja 1073/1996), seuraavasti:

#### 28 §

#### *Hallintarekisteröinti*

Jos arvo-osuus on kirjattu arvo-osuustileis-

tä annetun lain 5 a §:ssä tarkoitettulle omaisuudenhoitotilille tai lain 16 §:ssä tarkoitettulle kaupintatilille taikka jos arvo-osuudesta on annettu kansainvälinen hallintatodistus, edellä 4 §:ssä tarkoitettuun luetteloon on

omistajan sijasta merkittävä hallintarekisteröinnin hoitaja. Luetteloon voidaan omistajan sijasta merkitä hallintarekisteröinnin hoitaja myös muutoin, jos arvo-osuuden omistaa ulkomaalainen tai ulkomainen yhteisö tai säätiö. Hallintarekisteröinnin hoitajana voi toimia omaisuudenhoitotilin tai kaupintatilin tilinhaltija taikka arvo-osuusrekisterin pitäjä tai arvopaperimarkkinalain 1 luvun 4 §:ssä tarkoitettu arvopaperinvälittäjä. Arvopaperikeskus voi hyväksyä hallintarekisteröinnin hoitajaksi myös ulkomaisen arvopaperikeskuksen taikka sellaisen muun ulkomaisen

yhteisön, joka on riittävän julkisen valvonnan alainen ja jonka taloudelliset toimintaedellytykset ja hallinto täyttävät tehtävän luotettavalle hoidolle asetettavat vaatimukset. Asianomainen ministeriö voi rajoittaa oikeutta hallintarekisteröidä 4 §:n 1 momentissa tarkoitettuja arvo-osuuksia, jotka eivät ole julkisen kaupankäynnin kohteena ulkomailla.

-----  
Tämä laki tulee voimaan \_\_\_\_\_ päivänä  
kuuta 199 .

## 5.

### Laki

#### arvo-osuustileistä annetun lain 16 §:n muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti

*muutetaan* arvo-osuustileistä 17 päivänä toukokuuta 1991 annetun lain (827/1991) 16 §, sellaisena kuin se on muutettuna laissa (1074/1996), seuraavasti:

#### 16 §

##### *Kaupintatili*

Arvo-osuusrekisterin pitäjän, arvopaperimarkkinalain (495/1989) 1 luvun 4 §:ssä tarkoitettujen arvopaperipörssin, arvopaperinvälittäjän, selvitysyhteisön ja selvitysosapuolen, kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termiineillä annetun lain (772/1988) 3 §:ssä tarkoitettujen optioyhteisön, Suomen valtion, sekä Suomen Pankin arvo-osuuksista sekä näiden yhteisöjen asiakkaiden arvo-osuuksista voidaan yhteisöjen lukuun pitää arvopaperikeskuksen säännöissä tarkemmin määrättävällä tavalla erityisiä arvo-osuustilejä (kaupintatilejä) arvopaperimarkkinalain 4 a luvussa tarkoitettujen selvitysyhteisöjen toiminnan järjestämiseksi. Arvopaperikeskus

voi hyväksyä kaupintatilin tilinhaltijaksi myös ulkomaisen arvopaperikeskuksen taikka sellaisen muun ulkomaisen yhteisön, joka on riittävän julkisen valvonnan alainen ja jonka taloudelliset toimintaedellytykset ja hallinto täyttävät tehtävän luotettavalle hoidolle asetettavat vaatimukset.

Tilinhaltijan ja sen asiakkaan arvo-osuusjärjestelmästä annetun lain 4 §:n 1 momentissa tarkoitettuja arvo-osuuksia ei saa kirjata samalle kaupintatilille.

Tässä pykälässä tarkoitettuihin kaupintatileihin kohdistuvista panttioikeuksista säädetään arvopaperimarkkinalain 4 a luvun 11 §:ssä.

-----  
Tämä laki tulee voimaan \_\_\_\_\_ päivänä  
kuuta 199 .

## 6.

**Laki****osakeyhtiölain 3 a luvun 7 §:n 2 momentin kumoamisesta**

Eduskunnan päätöksen mukaisesti säädetään:

1 §

2 §

Täten kumotaan 29 päivänä syyskuuta  
1978 annetun osakeyhtiölain (734/1978)  
3 a luvun 7 §:n 2 momentti.

Tämä laki tulee voimaan \_\_\_\_\_ päivänä  
kuuta 199 \_\_\_\_\_ .

---

Helsingissä 31 päivänä lokakuuta 1997

**Tasavallan Presidentti****MARTTI AHTISAARI***Ministeri Jouko Skinnari*



## 1.

**Laki****arvopaperimarkkinalain muuttamisesta**

Eduskunnan päätöksen mukaisesti  
*muutetaan* 26 päivänä toukokuuta 1989 annetun arvopaperimarkkinalain (495/1989) 1 luvun 1 §:n 1 momentti, 3 luvun 3 §:n 1 momentti, 4 luvun 5 a §, 7 luvun 1 §:n 2 momentti ja 3 §:n 1 momentti sekä 10 luvun 3 §:n 1 momentti,

näistä 3 luvun 3 §:n 1 momentti, 7 luvun 1 §:n 2 momentti ja 10 luvun 3 §:n 1 momentti sellaisina kuin ne ovat muutettuna laissa (581/1996) ja 4 luvun 5 a § sellaisena kuin se on laissa (1537/1995) sekä

*lisätään* 1 luvun 4 §:ään, sellaisena kuin se on muutettuna laissa (740/1993 ja 581/1996), uusi 2 momentti, jolloin nykyinen 5 momentti siirtyy 3 momentiksi, uusi 4 a luku sekä 8 lukuun uusi 2 a §, seuraavasti:

*Voimassa oleva laki**Ehdotus*

## 1 luku

**Yleisiä säännöksiä**

## 1 §

*Soveltamisala*

Tämä laki koskee arvopaperien saattamista yleiseen liikkeeseen ja yleiseen liikkeeseen saatettujen arvopaperien vaihdantaa sekä julkista kaupankäyntiä arvopapereilla.

## 1 §

*Soveltamisala*

Tämä laki koskee arvopaperien saattamista yleiseen liikkeeseen, yleiseen liikkeeseen saatettujen arvopaperien vaihdantaa ja *selvitystoimintaa* sekä julkista kaupankäyntiä arvopapereilla.

## 4 §

*Määritelmät*

## 4 §

*Määritelmät*

*Tässä laissa tarkoitetaan:*

1) *selvitystoiminnalla julkisessa kaupankäynnissä tehdystä arvopaperikaupasta johtuvien velvoitteiden määrittämistä ja toteuttamista kaupan osapuolten lukuun. Selvitystoimintana pidetään myös sellaisten velvoitteiden määrittämistä ja toteuttamista, jotka johtuvat arvo-osuusjärjestelmään liitetyn arvopaperin tai julkisen kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin muussa kuin julkisessa kaupankäynnissä tehdystä kaupasta tai luovutuksesta; sekä*

2) *selvitysyhteisöllä osakeyhtiötä, joka*

*Voimassa oleva laki**Ehdotus*

*ammattimaisesti ja säännöllisessä menettelyssä harjoittaa selvitystoimintaa sellaisten yhteisöjen lukuun, joille on myönnetty oikeus antaa arvopaperikauppoja tai muita luovutuksia selvitysyhteisön selvitettäväksi (selvitysosapuolet).*

## 3 luku

**Julkinen kaupankäynti arvopapereilla**

3 §

*Arvopaperipörssin toiminta*

Arvopaperipörssi saa arvopaperipörssitoiminnan lisäksi järjestää muuta julkista kaupankäyntiä sekä tarjota arvopaperien vaihdantaan ja säilytykseen liittyviä selvitys-, tietojenkäsittely- ja kaupanvastuun takauspalveluja sekä arvopaperi- ja rahoitusmarkkinoiden kehittämiseen liittyviä koulutus- ja tiedotuspalveluja. Arvopaperipörssi saa lisäksi, sen mukaan kuin siitä on säädetty kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termiineillä annetussa laissa (772/88), harjoittaa optioyhteisön toimintaa.

3 §

*Arvopaperipörssin toiminta*

Arvopaperipörssi saa arvopaperipörssitoiminnan lisäksi järjestää muuta julkista kaupankäyntiä sekä tarjota arvopaperien vaihdantaan ja säilytykseen liittyviä tietojenkäsittelypalveluja sekä arvopaperi- ja rahoitusmarkkinoiden kehittämiseen liittyviä koulutus- ja tiedotuspalveluja. Arvopaperipörssi saa toimia selvitysosapuolena ja harjoittaa selvitysyhteisön toimintaa sen mukaan kuin 4 a luvussa on säädetty ja pitää arvo-osuusrekisteriä sen mukaan kuin siitä on säädetty arvo-osuusjärjestelmästä annetussa laissa (826/1991). Arvopaperipörssi saa lisäksi, sen mukaan kuin siitä on säädetty kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termiineillä annetussa laissa (772/1988), harjoittaa optioyhteisön toimintaa.

## 4 luku

**Arvopaperikauppa ja arvopaperinvälitys**

5 a §

*Arvopaperinvälittäjän toiminta*

5 a §

*Arvopaperinvälittäjän toiminta*

*Arvopaperinvälittäjän on järjestettävä sen haltuun luovutettujen asiakkaan rahavarojen ja muun omaisuuden (asiakasvarat) säilytys, käsittely ja selvitys niin, ettei ole vaaraa niiden sekoittumisesta välittäjän omiin varoihin ja omaisuuteen. Asiakasvarat on säilytettävä luotettavalla tavalla, ja asiakkaan rahanvarat on sijoitettava tilille talletuspankkiin tai ulkomaisen luottolaitoksen sivukonttoriin, jollei muusta sijoittamisesta ole kirjallisesti*

## Voimassa oleva laki

## Ehdotus

sovittu. Lukuunottamatta talletuspankkia ja talletusten vastaanottamiseen oikeutetun ulkomaisen luottolaitoksen sivukonttoria arvopaperinvälittäjän on pidettävä asiakkaan rahavarat kirjanpidossaan erillään välittäjän omista varoista ja omaisuudesta.

Arvopaperinvälittäjä saa 5 §:n 1 momentin estämättä luovuttaa asiakkaalleen kuuluvan arvopaperin pantiksi selvitysyhteisölle tai selvitysosapuolelle arvopaperia koskevasta kaupasta johtuvan asiakkaan velvoitteen täyttämisen vakuudeksi.

Välittäjä saa tehdä asiakkaan lukuun sopimuksen asiakkaan arvopapereiden velaksianosta (lainaussopimus) ja arvopapereiden luovutuksesta takaisinostoehdoin (takaisinostosopimus), jos välittäjän ja asiakkaan välillä on etukäteen tehty kirjallinen toimeksiantosopimus asiakkaan arvopapereiden käyttämisestä lainaus- tai takaisinostosopimuksissa. Jollei asiakkaan kanssa toisin ole sovittu, voidaan asiakkaan lukuun tehdä vain sellainen lainaus- tai takaisinostosopimus, jonka ehdot rahoitustarkastus on hyväksynyt ja jonka selvitys toteutetaan 4 a luvun mukaisesti selvitysyhteisössä.

Rahoitustarkastus hyväksyy leimaverolain 47 b §:ssä tarkoitetun takaisinostosopimuksen ehdot. Hyväksyntää voi hakea rahoitustarkastuslain (503/93) 2 §:ssä tarkoitettu valvottava. Erillistä hyväksyntää ei kuitenkaan ole haettava, jos takaisinostosopimuksen ehdot on vahvistettu 3 luvun 4 §:n mukaisesti osana arvopaperipörssin ohjesääntöä tai kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termiineillä annetun lain 3 luvun 1 §:n 2 momentin mukaisesti osana optioyhteisön sääntöjä.

Rahoitustarkastus hyväksyy leimaverolain 47 b §:ssä tarkoitetun takaisinostosopimuksen ja tuloverolain 45 §:ssä tarkoitetun lainaussopimuksen ehdot. Hyväksyntää voi hakea rahoitustarkastuslain (503/1993) 2 §:ssä tarkoitettu valvottava. Erillistä hyväksyntää ei kuitenkaan ole haettava, jos takaisinostosopimuksen ehdot on vahvistettu 3 luvun 4 §:n mukaisesti osana arvopaperipörssin sääntöjä tai kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termiineillä annetun lain 3 luvun 1 §:n 2 momentin mukaisesti osana optioyhteisön sääntöjä.

Rahoitustarkastus voi arvopaperimarkkinoita kohtaan tunnetun luottamuksen vahvistamiseksi antaa tarkemmat määräykset tässä pykälässä tarkoitetuista välittäjän velvollisuuksista, jotka liittyvät asiakasvarojen erottamiseen, säilyttämiseen ja käsittelyyn, asiakkaan arvopapereiden pantiksi luovuttamiseen sekä asiakkaan aseman turvaamiseen selvitystoiminnassa.

## 4 a luku

**Selvitystoiminta**

## 1 §

*Luvanvaraisuus*

*Selvitysyhteisön toimintaa ei saa harjoittaa ilman asianomaisen ministeriön lupaa.*

*Vakioitujen johdannaissopimusten selvityksestä on voimassa, mitä laissa kaupan käynnistä vakioituilla optioilla ja termiineillä on säädetty.*

## 2 §

*Toimilupa*

*Lupa selvitysyhteisön toiminnan harjoittamiseen on hakemuksesta myönnettävä suomalaiselle osakeyhtiölle, jonka taloudelliset toimintaedellytykset täyttävät luotettavalle selvitysyhteisön toiminnalle asetettavat vaatimukset ja jonka toiminnassa noudatettavat säännöt tarjoavat riittävän suojan sijoittajille ja selvitysosapuolille. Lisäksi yhteisön omistajista, hallinnosta ja toiminnan järjestämisestä saatavan selvityksen perusteella on voitava varmistua siitä, että selvitystoimintaa tullaan harjoittamaan luotettavalla tavalla ja että selvitysyhteisöä tullaan johtamaan ammattitaitoisesti sekä järkevien ja vakaiden liiketapaperiaatteiden mukaisesti. Toimilupaa ei kuitenkaan saa myöntää, jos yhteisön toiminnan aloittaminen on yleisen edun vastaista.*

*Toimilupa voidaan myöntää hakijalle, jonka täysin maksettu osakepääoma on vähintään 30 miljoonaa markkaa. Jos yhteisön on muun toimintansa takia täytettävä muualla laissa säädettyjä pääomavaatimuksia, on tämän momentin mukainen vaatimus täytettävä näiden vaatimusten lisäksi.*

*Hakemukseen on liitettävä yksityiskohtainen selvitys selvitystoiminnan järjestämisestä, toimintaan liittyvien riskien hallinnasta sekä selvitysyhteisön maksuvalmiuden turvaamisesta. Asianomainen ministeriö voi hakijan kustannuksella hankkia erityistä selvitystä hakemukseen tai selvitysyhteisön sääntöihin liittyvän erityisasiantuntemusta edellyttävän seikan arvioimiseksi. Hakemuk-*

*Voimassa oleva laki*

*Ehdotus*

*sesta on pyydettävä Suomen Pankin ja rahoitustarkastuksen lausunto. Jos yhteisön toimintaan tulee kuulumaan arvo-osuusjärjestelmään liitettyjen arvopaperien selvitystoimintaa, on lausunto tarvittaessa pyydettyä myös arvopaperikeskukselta.*

*Asianomaisella ministeriöllä on oikeus toimiluvan hakijaa kuultuaan asettaa lupaa myöntäessään selvitysyhteisön toimintaa koskevia rajoituksia ja ehtoja.*

### 3 §

#### *Toimiluvan peruuttaminen, selvitystoiminnan rajoittaminen ja keskeyttäminen*

*Asianomainen ministeriö voi peruuttaa selvitysyhteisön toimiluvan, jos yhteisön toiminnassa on olennaisesti poikettu lain tai asetuksen säännöksestä taikka viranomaisen näiden nojalla antamasta määräyksestä. Lupa voidaan niinkään peruuttaa, jos yhteisön toiminnassa on rikottu yhteisön yhtiöjärjestystä, sääntöjä tai toimilupaan sisältyviä ehtoja tai rajoituksia taikka jos toimiluvan myöntämiselle säädettyjä edellytyksiä ei enää ole olemassa. Toimiluvan peruuttamisen asemesta asianomainen ministeriö voi rajoittaa selvitysyhteisön toimintaa 2 momentin mukaisesti, jos sitä voidaan pitää riittävänä toimenpiteenä.*

*Asianomainen ministeriö voi rajoittaa määräjäksi selvitysyhteisön toimiluvan mukaista toimintaa, jos yhteisön toiminnassa on todettu taitamattomuutta tai varomattomuutta tai jos on ilmeistä, että yhteisön toiminta vaarantaa rahoitusmarkkinoiden vakautta tai sijoittajien taikka selvitysosapuolten etua.*

*Asianomainen ministeriö voi rahoitustarkastuksen esityksestä määrätä selvitysyhteisön harjoittaman selvitystoiminnan keskeytettäväksi määräjäksi tai toistaiseksi, jos selvitystoiminta on häiriintynyt siten, että sen jatkaminen voi vahingoittaa sijoittajien tai selvitysosapuolten etua. Asianomaisella ministeriöllä on oikeus antaa määräyksiä selvitystoiminnan järjestämisestä sinä aikana, jonka selvitysyhteisön toiminta on keskeytetty.*

## Selvitysyhteisön säännöt

Selvitysyhteisöllä on oltava säännöt, jotka sisältävät tätä lakia täydentävät määräykset selvitysyhteisön toiminnan harjoittamisesta. Säännöt ja niiden muutokset vahvistaa asianomainen ministeriö. Ennen sääntöjen tai niiden muutoksen vahvistamista ministeriön on pyydettävä asiasta lausunto Suomen Pankilta ja rahoitustarkastukselta. Jos yhteisön toimintaan kuuluu arvo-osuusjärjestelmään liitettyjen arvopaperien selvitystoimintaa, on lausunto tarvittaessa pyydettävä myös arvopaperikeskukselta.

Säännöt voidaan vahvistaa, jos ne sisältävät sijoittajan ja selvitysosapuolen suojan kannalta riittävät määräykset siitä,

1) millaisia arvopaperikauppoja tai muita luovutuksia otetaan selvitysyhteisön harjoittaman selvitystoiminnan kohteeksi,

2) miten ja milloin selvitystoiminta järjestetään,

3) miten ja millä perusteilla selvitysosapuoleksi hyväksyminen ja oikeuksien peruuttaminen tapahtuu,

4) miten arvopaperikaupasta tai muusta luovutuksesta johtuvat velvoitteet määritellään selvitystoiminnassa,

5) miten velvoitteet vahvistetaan kaupan osapuolia ja selvitysosapuolia sitoviksi,

6) millä tavalla selvitysyhteisö vastaa velvoitteiden täyttämistä,

7) kuinka nopeasti ja miten velvoitteet on täytettävä,

8) miten selvitysyhteisön maksuvalmius turvataan,

9) miten 7 §:ssä tarkoitetut selvitystoimintaa turvaavat vakuudet asetetaan,

10) miten selvitystoiminnasta aiheutuva tappionvaara katetaan,

11) miten selvitystoiminta järjestetään häiriötilanteissa tai silloin, jos selvitysosapuoli laiminlyö selvitystoimintaan kuuluvia velvoitteitaan,

12) miten selvitysosapuolet vastaavat selvitystoiminnasta, sekä

13) miten sääntöjä täydentävien päätösten antaminen on jaettu hallituksen ja toimitusjohtajan kesken.

Jos selvitysyhteisö harjoittaa 5 §:n 1 momentin 1 kohdassa tarkoitettua arvopaperien



*Voimassa oleva laki*

*Ehdotus*

*lainaus- ja takaisinostosopimusten selvitystoimintaa tai jos selvitysyhteisön toiminnassa yhdistetään velvoitteita eräistä arvopaperi- ja valuuttakaupan ehdoista annetun lain (588/1997) mukaisesti, on tästä toiminnasta otettava määräykset selvitysyhteisön sääntöihin.*

*Asianomainen ministeriö voi määrätä sääntöjen sisältöä muutettavaksi tai täydennettäväksi. Mikäli tärkeä yleinen etu vaatii selvitystoiminnan järjestämistä, eikä selvitysyhteisön sääntöjä tai niiden muutosta ole hakeuksen hylkäämisen takia tai muusta syystä vahvistettu, voi asianomainen ministeriö määrätä selvitystoiminnan järjestämisestä.*

## 5 §

### *Selvitysyhteisön liiketoiminta*

*Selvitysyhteisö saa 1 luvun 4 §:n 2 momentissa tarkoitetun selvitysyhteisön toiminnan lisäksi toimiluvassa määrätyin edellytyksin*

*1) harjoittaa 4 luvun 5 a §:n 3 momentissa määriteltyjen arvopaperien lainaus- ja takaisinostosopimusten selvitystoimintaa, jos rahoitustarkastus on hyväksynyt sopimusten ehdot;*

*2) tarjota arvopaperien vaihdantaan ja säilytykseen liittyviä tietojenkäsittelypalveluja, arvopaperi- ja rahoitusmarkkinoiden kehittämiseen liittyviä koulutus-, tiedotus- ja tietojenkäsittelypalveluja;*

*3) harjoittaa arvopaperikeskuksen toimintaa ja pitää arvo-osuusrekisteriä sen mukaan kuin siitä on säädetty arvo-osuusjärjestelmästä annetussa laissa;*

*4) harjoittaa arvopaperipörssitoimintaa ja järjestää arvopaperien muuta julkista kaupankäyntiä sekä toimia selvitysosapuolena sen mukaan kuin siitä säädetään tässä laissa; sekä*

*5) harjoittaa optioyhteisön toimintaa siten kuin siitä on säädetty kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termiineillä annetussa laissa.*

*Selvitysyhteisö ei saa omistaa osakkeita tai osuuksia muussa kuin tässä pykälässä tarkoitettuja palveluja tuottavassa yhteisössä, ellei rahoitustarkastus erityisestä syystä myönnä poikkeusta tästä rajoituksesta. Selvitysyhteisö voi antaa sääntöjensä mukaiseen selvitys-*

*Voimassa oleva laki*

*Ehdotus*

toimintaan kuuluvia tehtäviä toisen yhteisön hoidettavaksi. Selvitysyhteisö vastaa selvitysosaapuolia kohtaan selvitystoimintaan kuuluvia tehtäviä hoitavien yhteisöjen toiminnasta kuin omasta toiminnastaan, jollei arvoosuusjärjestelmästä annetusta laista tai arvoosuustileistä annetusta laista (827/1991) muuta johdu. Selvitysyhteisön varat on sijoitettava turvallisella ja yhteisön maksuvalmiuden turvaavalla tavalla.

Selvitysyhteisö ei saa harjoittaa muuta kuin tässä pykälässä mainittua toimintaa. Tässä pykälässä tarkoitettu selvitysyhteisön liiketoiminta ei saa vaarantaa selvitystoimintaa.

## 6 §

### *Vaikutusvaltarajoitus*

Selvitysyhteisön kokouksessa ei kukaan saa äänestää yli yhdellä kahdeskymmenesosalla kokouksessa edustetusta äänimäärästä, ellei valtioneuvosto erityisestä syystä myönnä poikkeusta tästä rajoituksesta.

Milloin kokouksen päätöksen pätevyyden edellytyksenä on, että määränemmistö on annettu päätöksen puolesta, luetaan määränemmistö 1 momentin mukaan lasketuista äänistä.

Jos selvitysyhteisöllä on 3 luvun 2 §:ssä tai kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termiineillä annetun lain 2 luvun 2 §:ssä tarkoitettu toimilupa, sovelletaan yhteisöön 3 luvun 8 §:n tai kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termiineillä annetun lain 2 luvun 7 §:n sijasta tämän pykälän mukaista rajoitusta.

## 7 §

### *Selvitysyhteisön toiminnan turvaaminen*

Selvitysyhteisö voi toimintansa turvaamiseksi tehdä selvitysosaapuolten kanssa sopimuksen selvitysyhteisön toiminnassa mahdollisesti syntyvien tappioiden jakamisesta. Selvitysosaapuolen vastuu voidaan sopimuksessa rajoittaa koskemaan vain osaa selvitysyhteisön toiminnasta, ja selvitysosaapuolen vastuulle voidaan asettaa enimmäismäärä. Sopimukselle on haettava asianomaisen mi-

*Voimassa oleva laki*

*Ehdotus*

nisteriön vahvistus. Ennen sopimuksen vahvistamista ministeriön on pyydettävä asiasta lausunto Suomen Pankilta ja rahoitustarkastukselta. Jos yhteisön toimintaan kuuluu arvo-osuusjärjestelmään liitettyjen arvopaperien selvitystoimintaa, on lausunto tarvittaessa pyydettävä myös arvopaperikeskukselta. Selvitysosaapuoli voi korvata tappionjakosopimukseen sitoutumisen osaksi tai kokonaan selvitysyhteisön toimintaa turvaavan vakuutuksen tai takauksen hankkimisella.

Selvitysyhteisön on jatkuvasti katettava selvitystoiminnassa syntyvät vastuunsa selvitysosaapuolilta vaadittavilla vakuuksilla.

Selvitysyhteisöllä on oltava selvitysrahasto, joka selvitysyhteisön taseessa saadaan kirjata erilliseksi oman pääoman eräksi. Selvitysrahastoon on siirrettävä varoja sen mukaan kuin siitä määrätään rahaston ja selvitysyhteisön säännöissä tai, jos rahasto on kirjattu selvitysyhteisön taseeseen, yhtiöjärjestyksessä. Selvitysyhteisön yhtiökokous voi päättää, että tietty määrä taseen osoittamasta vapaasta omasta pääomasta on siirrettävä selvitysrahastoon. Selvitysyhteisön säännöissä voidaan lisäksi määrätä, että selvitysosapuolet ovat velvollisia maksamaan kartutusmaksuja selvitysrahastoon. Selvitysrahastoa saadaan käyttää selvitystoiminnasta syntyneiden tappioiden peittämiseen. Selvitysrahaston varoja voidaan palauttaa selvitysosaapuolille tai käyttää voitonjakoon vain rahoitustarkastuksen luvalla tai selvitysyhteisön purkautuessa.

Selvitysyhteisön omien varojen, tappionjakosopimuksen, selvitysrahaston sekä selvitysyhteisön hyväksi asetettujen vakuuksien, otettujen vakuutusten ja annettujen takausten on oltava riittävät varmistamaan selvitystoiminnan luotettavuus.

## 8 §

### *Selvitysosaapuoli*

*Selvitysyhteisön on myönnettävä selvitysosaapuolen oikeudet Suomen valtiolle, Suomen Pankille, arvopaperipörssille, optioyhteisölle sekä sellaiselle arvopaperinvälittäjälle*

- 1) jolla on kiinteä toimipaikka Suomessa;
- 2) joka täyttää selvitysosaapuolelle tässä laissa, sen perusteella annetuissa määräyk-

*Voimassa oleva laki*

*Ehdotus*

sissä ja selvitysyhteisön säännöissä asetetut vaatimukset;

3) joka sitoutuu noudattamaan selvitysyhteisön sääntöjä;

4) jonka osallistuminen selvitysyhteisön toimintaan ei ole omiaan vaarantamaan tämän toiminnan tai selvitysyhteisön muun toiminnan luotettavuutta; ja

5) jonka osakepääoma on vähintään viisi miljoonaa markkaa.

Selvitysyhteisö saa lisäksi myöntää selvitysosapuolen oikeudet arvopaperinvälittäjältä Suomessa edellytettyä toimilupaa vastaavan toimiluvan viranomaiselta Euroopan talousalueelta saaneelle ulkomaiselle arvopaperinvälittäjälle, jolla ei ole kiinteää toimipaikkaa Suomessa ja joka täyttää 1 momentin 2—5 kohdissa asetetut vaatimukset. Asianomaisen ministeriön määräämin ehdoin voidaan myös muulle 1 momentin 2—5 kohtien edellytykset täyttävälle suomalaiselle tai ulkomaiselle yhteisölle myöntää selvitysosapuolen oikeudet.

Selvitysosapuolen oikeudet on peruutettava, mikäli osapuoli ei enää täytä tämän pykälän mukaisia vaatimuksia tai milloin rahoitustarkastus arvopaperimarkkinoita kohtaan tunnetun luottamuksen vahvistamiseksi tai muusta erityisen painavasta syystä niin päättää.

Selvitysyhteisön on annettava selvitysosapuolen asemaa koskeva päätöksensä tiedoksi rahoitustarkastukselle. Selvitysosapuolen asemaa hakevalla yhteisöllä sekä yhteisöllä, jonka oikeudet on peruutettu, on oikeus saattaa 1, 2 ja 3 momentissa tarkoitettu selvitysyhteisön päätös rahoitustarkastuksen käsiteltäväksi 30 päivän kuluessa päätöksestä. Rahoitustarkastuksen on ilmoitettava selvitysyhteisölle asian saattamisesta rahoitustarkastuksen käsiteltäväksi.

Mitä 4 luvun 5 a §:ssä on säädetty arvopaperinvälittäjän velvollisuudesta pitää asiakasvarat erillään ja välittäjän tekemistä lainaus- ja takaisinostosopimuksista, koskee myös selvitysosapuolta.

## 9 §

*Selvitysosapuolen aseman turvaaminen*

*Selvitysyhteisön on huolehdittava siitä, ettei selvitysosapuolille aiheudu yhteisön toiminnassa vaaraa tehdyn suorituksen menettämisestä ilman vastasuoritusta. Selvitysyhteisö ei saa täyttää kauppaan tai luovutukseen liittyvää velvoitetta selvitysosapuolelle varmistumatta siitä, että tämä on täyttänyt omat kauppaan tai luovutukseen liittyvät velvoitteensa.*

*Selvitysyhteisö saa selvitystoiminnan toteuttamiseksi avata omissa nimissään rahavarojen tilin Suomen Pankissa, talletuspankissa tai talletuksia vastaanottavassa ulkomaisen luottolaitoksen sivukonttorissa siten, että tilille vastaanotetaan ja siltä maksetaan selvitysosapuolten ja näiden asiakkaiden suorituksia. Tällaisella tilillä olevat varat eivät kuulu selvitysyhteisölle ja ne on pidettävä selvitysyhteisön kirjanpidossa erillään selvitysyhteisön varoista. Selvitysyhteisön on pidettävä ajantasaisesti kirjaa siitä, kenelle tilillä olevat varat kuuluvat. Rahoitustarkastus voi arvopaperimarkkinoita kohtaan tunnetun luottamuksen vahvistamiseksi antaa selvitysyhteisölle tarkemmat määräykset tssä momentissa tarkoitetuilla selvitysyhteisön avaamilla tileillä olevien asiakasvarojen erilläänpitämisestä sekä asiakkaan aseman turvaamisesta selvitystoiminnassa.*

## 10 §

*Selvitysosapuolen varmistamisvelvollisuus*

*Selvitysosapuolen on arvopaperien hallinnan siirroilla, asiakkaan rahavarojen siirtämisellä 4 luvun 5 a §:n 1 momentissa tarkoitettulle tilille talletuspankkiin tai ulkomaisen luottolaitoksen sivukonttoriin, arvoosuustileistä annetun lain 9 §:n tai 16 §:n mukaisella kirjauksella tai muutoin riittävän huolellisesti varmistettava, että kaupasta tai muusta luovutuksesta johtuvat rahavelvoitteet tai arvopaperien toimitusvelvoitteet voidaan täyttää selvitysyhteisön sääntöjen mukaisesti.*

*Jollei selvitetäväksi annettua arvopaperikauppaa tai muuta luovutusta voida selvittää sen ehtojen tai selvitysyhteisön sääntöjen*

*Voimassa oleva laki*

*Ehdotus*

*mukaisesti siksi, että selvitysosapuoli on olennaisesti rikkonut 1 momentin tarkoittamia tai muita lain, viranomaisten määräysten tai selvitysyhteisön sääntöjen mukaisia velvoitteitaan siten, että kaupan tai luovutuksen selvitys tästä syystä viivästyy, on selvitysosapuoli vaadittaessa velvollinen maksamaan laiminlyöntiin tai viivästyksen syyttömälle selvitysosapuolelle tai, milloin selvitysyhteisö ottaa sääntöjensä mukaan vastuun kaupan tai luovutuksen täyttämisestä, selvitysyhteisölle viivästyksen johdosta korvauksen siten kuin selvitysyhteisön säännöissä määrätään. Korvauksesta on lisäksi voimassa, mitä 9 luvun 2 §:ssä säädetään.*

### 11 §

#### *Selvitysyhteisön ja selvitysosapuolen panttioikeus*

*Selvitysosapuolen selvitettäväksi antamaan arvopaperikauppaan liittyvien, selvitysyhteisön sääntöjen mukaisesti vahvistettujen velvoitteiden täyttämisen vakuudeksi on selvitysyhteisöllä panttioikeus arvo-osuuteen, joka on kaupan johdosta kirjattu selvitysyhteisön, selvitysosapuolen tai arvopaperinvälittäjän lukuun pidettävälle, arvo-osuustileistä annetun lain 16 §:ssä tarkoitetulle kaupintatilille. Selvitysyhteisö saa panttioikeuden, jos yhteisö on suorittanut arvo-osuuksia koskevan maksun tai ottanut vastatakseen siitä.*

*Selvitysosapuolella on panttioikeus osapuolen omaan tai osapuolen edustaman arvopaperinvälittäjän lukuun pidettävälle kaupintatilille kirjattuun asiakkaan arvo-osuuteen sitä koskevasta toimeksiannosta johtuvien velvoitteiden täyttämisen vakuudeksi, jos selvitysosapuoli on suorittanut arvo-osuuksia koskevan maksun.*

*Jos samoihin arvo-osuuksiin kohdistuu yhtäaikaisesti 1 ja 2 momentissa tarkoitettu panttioikeus sekä arvo-osuustileistä annetun lain 7 §:n 2 momentin mukainen oikeus, saa 1 momentin mukaisen oikeuden haltija suorituksen saatavastaan ennen 2 momentin tai arvo-osuustileistä annetun lain 7 §:n 2 momentin mukaisen oikeuden haltijaa. Selvitysosapuoli, jolla on 2 momentin mukainen panttioikeus, saa suorituksen saatavastaan ennen arvo-osuustileistä annetun lain 7 §:n 2 momentin mukaisen oikeuden haltijaa.*



*Voimassa oleva laki**Ehdotus*

*Jos panttina olevaa omaisuutta koskeva, 1 tai 2 momentissa tarkoitettu velvoite laiminlyödään, saa pantinhaltija selvityksen toteuttamiseksi muuttaa panttiomaisuuden rahaksi. Jos panttina on julkisen kaupankäynnin kohteena oleva arvopaperi, voidaan arvopaperi muuttaa rahaksi julkisessa kaupankäynnissä. Rahaksi muuttamisessa voidaan myös muuten poiketa pantinhaltijan oikeutta rajoittavista lainsäädännöksistä, jos poikkeaminen ei kohtuuttomasti vaaranna pantinomistajan, velallisen tai muiden velkojien etua. Rahaksimuuttamisoikeus on selvitysosapuolella myös siinä tapauksessa, että arvopaperinvälittäjä, joka ei toimi selvitysosapuolena, jättää täyttämättä selvitettävästä kaupasta johduvat velvoitteensa.*

*Mitä tässä pykälässä säädetään kaupintalille kirjatusta arvo-osuudesta, on vastaavasti sovellettava myytyyn ja ostettuun arvopaperiin, joka on luovutettu selvitysyhteisön tai selvitysosapuolen haltuun arvopaperikaupan selvitystä varten.*

## 12 §

*Määräyksenantovaltuus*

*Asianomaisen ministeriön päätöksellä voidaan antaa tarkempia määräyksiä:*

- 1) 2 §:n 1 momentissa tarkoitettun hakemuksen sisällöstä ja hakemukseen liitettävistä selvityksistä;*
- 2) 7 §:n mukaisessa selvitystoiminnan turvaamisessa noudatettavista säännöistä sekä tappionvaaran kattamisesta; ja*
- 3) 8 §:n mukaisista selvitysosapuolelle asetettavista vaatimuksista.*

## 7 luku

**Arvopaperimarkkinoiden valvonta**

## 1 §

*Valvontaviranomainen*

## 1 §

*Valvontaviranomainen*


---

Rahoitustarkastuksella on oikeus saada julkisen kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijalta, 2 luvun 3 §:ssä tarkoitettun esitteen julkistamiseen velvolliselta, 2 luvun 9 ja 10 §:ssä tarkoite-

---

Rahoitustarkastuksella on oikeus saada julkisen kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijalta, 2 luvun 3 §:ssä tarkoitettun esitteen julkistamiseen velvolliselta, 2 luvun 9 ja 10 §:ssä tarkoite-

*Voimassa oleva laki**Ehdotus*

tulta ilmoitusvelvolliselta, 5 luvun 2, 3 ja 4 §:ssä tarkoitettulta ilmoitusvelvolliselta, yhteisöltä ja säätiöltä sekä 6 luvun 1 §:ssä tarkoitettulta ostotarjouksen tekijältä ja 6 luvun 6 §:ssä tarkoitettulta osakkeenomistajalta tai muulta lunastusvelvolliselta valvonnan edellyttämät tiedot sekä saada näiltä jäljennökset valvonnan kannalta tarpeellisiksi katsomistaan asiakirjoista. Rahoitustarkastuksella on lisäksi oikeus suorittaa valvonnan kannalta välttämätön tarkastus edellä mainituissa lainkohdissa tarkoitettujen yhteisöjen ja säätiöiden luona.

tulta ilmoitusvelvolliselta, 4 a luvun 5 §:n 2 momentissa tarkoitettulta selvitysyhteisön omistuksessa olevalta tai selvitystoimintaan kuuluvia tehtäviä hoitavalta, 5 luvun 2, 3 ja 4 §:ssä tarkoitettulta ilmoitusvelvolliselta, yhteisöltä ja säätiöltä sekä 6 luvun 1 §:ssä tarkoitettulta ostotarjouksen tekijältä ja 6 luvun 6 §:ssä tarkoitettulta osakkeenomistajalta tai muulta lunastusvelvolliselta valvonnan edellyttämät tiedot sekä saada näiltä jäljennökset valvonnan kannalta tarpeellisiksi katsomistaan asiakirjoista. Rahoitustarkastuksella on lisäksi oikeus suorittaa valvonnan kannalta välttämätön tarkastus edellä mainituissa lainkohdissa tarkoitettujen yhteisöjen ja säätiöiden luona.

## 3 §

*Vaitiolovelvollisuus*

Joka tässä laissa tarkoitettuja tehtäviä suorittaessaan tai arvopaperipörssin, arvopaperinvälittäjän tai 3 luvun 13 §:ssä tarkoitettun arvopaperinvälittäjien yhteisön toimitielimen jäsenenä tai varajäsenenä tai toimihenkilönä on saanut tietää arvopaperin liikkeeseenlaskijan tai muun henkilön taloudellista asemaan tai yksityistä olosuhdetta koskevan julkistamattoman seikan tahi liike- tai ammattisalaisuuden, ei saa sitä ilmaista tai muuten paljastaa eikä käyttää hyväksi, mikäli sitä ei ole säädetty tai asianmukaisessa järjestyksessä määrätty ilmaistavaksi tai ellei se, jonka hyväksi vaitiolovelvollisuus on säädetty, anna suostumustaan sen ilmaisemiseen.

## 3 §

*Vaitiolovelvollisuus*

Joka tässä laissa tarkoitettuja tehtäviä suorittaessaan tai arvopaperipörssin, arvopaperinvälittäjän, *selvitysyhteisön, selvitysosapuolen, 4 a luvun 5 §:n 2 momentissa tarkoitettun yhteisön* tai 3 luvun 13 §:n 3 momentissa tarkoitettun arvopaperinvälittäjien yhteisön toimitielimen jäsenenä tai varajäsenenä tai toimihenkilönä on saanut tietää arvopaperin liikkeeseenlaskijan tai muun henkilön taloudellista asemaa tai yksityistä olosuhdetta koskevan julkistamattoman seikan tahi liike- tai ammattisalaisuuden, ei saa sitä ilmaista tai muuten paljastaa eikä käyttää hyväksi, mikäli sitä ei ole säädetty tai asianmukaisessa järjestyksessä määrätty ilmaistavaksi tai ellei se, jonka hyväksi vaitiolovelvollisuus on säädetty, anna suostumustaan sen ilmaisemiseen.

## 8 luku

**Rangaistussäännökset**

## 2 a §

*Selvitysyhteisön toiminnan luvaton harjoittaminen*

*Joka tahallaan tai törkeästä huolimattomuudesta harjoittaa selvitysyhteisön toiminta-*

Voimassa oleva laki

Ehdotus

taa vastoin 4 a luvun 1 §:ää, on tuomittava, jollei teko ole vähäinen tai siitä muualla laissa säädetä ankarampaa rangaistusta, luvattomasta selvitysyhteisön toiminnan harjoittamisesta sakkoon tai vankeuteen enintään yhdeksi vuodeksi.

10 luku

**Erinäisiä säännöksiä**

3 §

*Muutoksenhaku*

Valtioneuvoston tai asianomaisen ministeriön 3 luvun 2 §:n 1 momentin, 4 §:n 2 momentin, 13 §:n 3 momentin sekä 14 §:n 1 momentin nojalla antamaan päätökseen ei saa hakea muutosta valittamalla.

3 §

*Muutoksenhaku*

Valtioneuvoston tai asianomaisen ministeriön 3 luvun 2 §:n 1 momentin, 4 §:n 2 momentin, 13 §:n 3 momentin ja 14 §:n 1 momentin sekä 4 a luvun 2 §:n ja 4 §:n 1 momentin nojalla antamaan päätökseen ei saa hakea muutosta valittamalla.

Tämä laki tulee voimaan kuuta 199 .

Hakemus selvitysyhteisön toimiluvan myöntämisestä, selvitysyhteisön sääntöjen ja tappionjakosopimuksen vahvistamisesta, väikutusvaltarajoituksesta annettavasta poikkeuksesta sekä selvitysosapuolen oikeuksien myöntämisestä voidaan ottaa käsiteltäväksi jo ennen lain voimaantuloa. Näitä hakemuksia koskeva päätös voidaan niin ikään tehdä ja ryhtyä muihinkin lain täytäntöönpanon edellyttämiin toimenpiteisiin ennen lain voimaantuloa.

Sen, joka tämän lain tullessa voimaan harjoittaa selvitysyhteisön toimintaa, on haettava toimilupaa ja sääntöjen vahvistamista tai lopetettava harjoittamansa selvitysyhteisön toiminta kuuden kuukauden kuluessa lain voimaantulosta. Jos toimilupaa ja sääntöjen vahvistamista on haettu määräajassa, mutta lupaa ei ole myönnetty tai sääntöjä vahvistettu vuoden kuluessa tämän lain voimaantulosta, harjoitettu selvitysyhteisön toiminta on lopetettava, jollei asianomainen ministeriö erityisestä syystä myönnä lopettamiselle pitempää määräaika.

Sellaisen selvitysosapuolen, jonka oman pääoman määrä ei tämän lain voimaantullessa täytä 4 a luvun 8 §:n 1 momentin vaatimuksia, on vuoden kuluessa tämän lain voi-

*Voimassa oleva laki**Ehdotus*

*maantulosta huolehdittava siitä, että sanottu vaatimus täyttyy, tai mainitun ajan kuluessa lopetettava selvitysosaapuolen toiminta.*

**2.****Laki****sijoituspalveluyrityksistä annetun lain 52 §:n muuttamisesta**

Eduskunnan päätöksen mukaisesti  
*muutetaan* sijoituspalveluyrityksistä 26 päivänä heinäkuuta 1996 annetun lain (579/1996) 52 §:n 1 momentti seuraavasti:

*Voimassa oleva**Ehdotus*

52 §

52 §

*Asiakasvarojen säilyttäminen**Asiakasvarojen säilyttäminen*

Sijoituspalveluyrityksen haltuun säilyttämistä, sijoittamista tai muuta varainhoitoa varten annetut taikka omaisuuden myynnistä saadut varat on sijoitettava tilille talletuspankkiin tai ulkomaisen luottolaitoksen sivukonttoriin, jollei muusta sijoittamisesta ole kirjallisesti sovittu.

Sijoituspalveluyrityksen haltuun säilyttämistä, sijoittamista tai muuta varainhoitoa varten *annettujen taikka omaisuuden myynnistä saatujen varojen säilyttämisestä on voimassa, mitä arvopaperimarkkinalain 4 luvun 5 a §:ssä on säädetty.*

*Tämä laki tulee voimaan \_\_\_\_\_ päivänä  
kuuta 199 .*

## 3.

**Laki****kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termiineillä annetun lain 2 luvun 4 §:n muuttamisesta**

Eduskunnan päätöksen mukaisesti  
*muutetaan* kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termiineillä 26 päivänä elokuuta 1988 annetun lain (772/1988) 2 luvun 4 §:n 1 momentti, sellaisena kuin se on muutettuna laissa (599/1997) seuraavasti:

*Voimassa oleva laki*

*Ehdotus*

2 luku

**Optioyhteisö ja markkinaosapuolet**

4 §

4 §

*Optioyhteisön toiminta**Optioyhteisön toiminta*

Optioyhteisö saa optioyhteisön toiminnan lisäksi tarjota johdannais-, rahoitus- ja arvopaperimarkkinoiden kehittämiseen liittyviä tieto-, tiedotus- ja tietojenkäsittelypalveluja sekä asianomaisen ministeriön määräämissä rajoissa arvopaperikauppojen ja lainaussopimusten selvitystoimintaa. Optioyhteisön oikeudesta harjoittaa arvopaperipörssitoimintaa säädetään arvopaperimarkkina-laissa.

Optioyhteisö saa optioyhteisön toiminnan lisäksi tarjota johdannais-, rahoitus- ja arvopaperimarkkinoiden kehittämiseen liittyviä tieto-, tiedotus- ja tietojenkäsittelypalveluja sekä harjoittaa arvopaperimarkkinalain 4 luvun 5 a §:n 3 ja 4 momentissa tarkoitettujen arvopaperien lainaus- ja takaisinosopimusten selvitystoimintaa, jos rahoitus-tarkastus on hyväksynyt sopimusten ehdot tai jos ehdot on hyväksytty osana optioyhteisön sääntöjä. Optioyhteisö saa tarjota myös arvopaperimarkkina-laissa tarkoitettuun selvitystoimintaan liittyviä palveluja siinä laajuudessa kuin se on tarpeen johdannaissopimusten toteuttamiseksi. Optioyhteisö saa toimia selvitysosapuolena ja harjoittaa selvitysyhteisön toimintaa siten kuin siitä säädetään arvopaperimarkkinalain 4 a luvussa. Optioyhteisö saa pitää arvo-osuusrekisteriä sen mukaan kuin siitä säädetään arvo-osuusjärjestelmästä annetussa laissa (826/1991). Optioyhteisön oikeudesta harjoittaa arvopaperipörssitoimintaa säädetään arvopaperimarkkina-laissa.

Tämä laki tulee voimaan \_\_\_\_\_ päivänä  
 kuuta 199 \_\_\_\_\_ .

## 4.

**Laki****arvo-osuusjärjestelmästä annetun lain 28 §:n muuttamisesta**

Eduskunnan päätöksen mukaisesti

*muutetaan* arvo-osuusjärjestelmästä 17 päivänä toukokuuta 1991 annetun lain (826/1991) 28 §:n 1 momentti, sellaisena kuin se on muutettuna laissa (1386/1995 ja 1073/1996), seuraavasti:

*Voimassa oleva laki*

*Ehdotus*

28 §

28 §

*Hallintarekisteröinti*

*Hallintarekisteröinti*

Jos arvo-osuus on kirjattu arvo-osuustileistä annetun lain 5 a §:ssä tarkoitetulle omaisuudenhoitotilille tai arvo-osuudesta on annettu kansainvälinen hallintatodistus, edellä 4 §:ssä tarkoitettuun luetteloon on omistajan sijasta merkittävä hallintarekisteröinnin hoitaja. Luetteloon voidaan omistajan sijasta merkitä hallintarekisteröinnin hoitaja myös muutoin, jos arvo-osuuden omistaa ulkomaalainen tai ulkomainen yhteisö tai säätiö. Hallintarekisteröinnin hoitajana voi toimia omaisuudenhoitotilin tilinhaltija taikka arvo-osuusrekisterin pitäjä tai arvopaperimarkkinalain 1 luvun 4 §:ssä tarkoitettu arvopaperinvälittäjä. Arvopaperikeskus voi hyväksyä hallintarekisteröinnin hoitajaksi myös ulkomaisen arvopaperikeskuksen taikka sellaisen muun ulkomaisen yhteisön, joka on riittävän julkisen valvonnan alainen ja jonka taloudelliset toimintaedellytykset ja hallinto täyttävät tehtävän luotettavalle hoidolle asetettavat vaatimukset. Asianomainen ministeriö voi rajoittaa oikeutta hallintarekisteröidä 4 §:n 1 momentissa tarkoitettuja arvo-osuuksia, jotka eivät ole julkisen kaupankäynnin kohteena ulkomailla.

Jos arvo-osuus on kirjattu arvo-osuustileistä annetun lain 5 a §:ssä tarkoitetulle omaisuudenhoitotilille tai *lain 16 §:ssä tarkoitetulle kaupintatilille taikka* jos arvo-osuudesta on annettu kansainvälinen hallintatodistus, edellä 4 §:ssä tarkoitettuun luetteloon on omistajan sijasta merkittävä hallintarekisteröinnin hoitaja. Luetteloon voidaan omistajan sijasta merkitä hallintarekisteröinnin hoitaja myös muutoin, jos arvo-osuuden omistaa ulkomaalainen tai ulkomainen yhteisö tai säätiö. Hallintarekisteröinnin hoitajana voi toimia omaisuudenhoitotilin *tai kaupintatilin tilinhaltija* taikka arvo-osuusrekisterin pitäjä tai arvopaperimarkkinalain 1 luvun 4 §:ssä tarkoitettu arvopaperinvälittäjä. Arvopaperikeskus voi hyväksyä hallintarekisteröinnin hoitajaksi myös ulkomaisen arvopaperikeskuksen taikka sellaisen muun ulkomaisen yhteisön, joka on riittävän julkisen valvonnan alainen ja jonka taloudelliset toimintaedellytykset ja hallinto täyttävät tehtävän luotettavalle hoidolle asetettavat vaatimukset. Asianomainen ministeriö voi rajoittaa oikeutta hallintarekisteröidä 4 §:n 1 momentissa tarkoitettuja arvo-osuuksia, jotka eivät ole julkisen kaupankäynnin kohteena ulkomailla.

*Tämä laki tulee voimaan* \_\_\_\_\_ *päivänä*  
*kuuta 199* .



## 5.

**Laki****arvo-osuustileistä annetun lain 16 §:n muuttamisesta**

Eduskunnan päätöksen mukaisesti  
*muutetaan* arvo-osuustileistä 17 päivänä toukokuuta 1991 annetun lain (827/1991) 16 §, sellaisena kuin se on muutettuna laissa (1074/1996), seuraavasti:

*Voimassa oleva laki**Ehdotus*

16 §

16 §

*Kaupintatili**Kaupintatili*

Arvopaperimarkkinalain 1 luvun 4 §:ssä tarkoitetun arvopaperinvälittäjän lukuun voidaan arvopaperinvälittäjän ja tämän asiakkaiden arvo-osuuksista pitää erityistä arvo-osuustiliä (*kaupintatili*), jolle saadaan kirjata myytäväksi annettu arvo-osuus. Luovutettu arvo-osuus siirretään kaupintatililtä luovutuksen saajan arvo-osuustilille tai hänen arvopaperinvälittäjänsä kaupintatilille arvo-osuuden maksua vastaan.

Arvopaperinvälittäjä saa arvopaperimarkkinalain 4 luvun 5 §:n 1 momentin estämättä pantata kaupintatilin, jos järjestely perustuu arvopaperikeskuksen hyväksymään arvo-osuuksien kauppohen selvittämisen ja tilittämisen rahoitusjärjestelyyn.

*Arvo-osuusrekisterin pitäjän, arvopaperimarkkinalain (495/1989) 1 luvun 4 §:ssä tarkoitettujen arvopaperipörssin, arvopaperinvälittäjän, selvitysyhteisön ja selvitysosapuolen, kaupankäynnistä vakioituilla optioilla ja termiineillä annetun lain (772/1988) 3 §:ssä tarkoitetun optioyhteisön, Suomen valtion, sekä Suomen Pankin arvo-osuuksista sekä näiden yhteisöjen asiakkaiden arvo-osuuksista voidaan yhteisöjen lukuun pitää arvopaperikeskuksen säännöissä tarkemmin määrittävällä tavalla erityisiä arvo-osuustilejä (kaupintatilejä) arvopaperimarkkinalain 4 a luvussa tarkoitetun selvitysyhteisön toiminnan järjestämiseksi. Arvopaperikeskus voi hyväksyä kaupintatilin tilinhaltijaksi myös ulkomaisen arvopaperikeskuksen taikka sellaisen muun ulkomaisen yhteisön, joka on riittävän julkisen valvonnan alainen ja jonka taloudelliset toimintaedellytykset ja hallinto täyttävät tehtävän luotettavalle hoidolle asetettavat vaatimukset.*

*Tilinhaltijan ja sen asiakkaan arvo-osuusjärjestelmästä annetun lain 4 §:n 1 momentissa tarkoitettuja arvo-osuuksia ei saa kirjata samalle kaupintatilille.*

*Tässä pykälässä tarkoitettuihin kaupintatileihin kohdistuvista panttioikeuksista säädetään arvopaperimarkkinalain 4 a luvun 11 §:ssä.*

Tämä laki tulee voimaan \_\_\_\_\_ päivänä  
kuuta 199 \_\_\_\_\_

