



Eva Liljeblom:

# Arvopaperien moniportaisen hallinnan ja hallinta- rekisteröinnin laajentamisen taloudelliset vaikutukset



Selvityshenkilön raportti

32/2010





VALTIOVARAINMINISTERIÖ

---

# Arvopaperien moniportaisen hallinnan ja hallintarekisteröinnin laajentamisen taloudelliset vaikutukset

Selvityshenkilön raportti

---

VALTIOVARAINMINISTERIÖ  
PL 28 (Snellmaninkatu 1 A) 00023 VALTIONEUVOSTO  
Puhelin 09 16001 (vaihde)  
Internet: [www.vm.fi](http://www.vm.fi)  
Taitto: Anitta Railonkoski/VM-julkaisutiimi

Helsinki 2010

## Kuvailulehti

<b>Julkaisija ja julkaisu-aika</b>	Valtiovarainministeriö, kesäkuu 2010	
<b>Tekijät</b>	Professori Eva Liljeblom, Hanken	
<b>Julkaisun nimi</b>	Arvopaperien moniportaisen hallinnan ja hallintarekisteröinnin laajentamisen taloudelliset vaikutukset Selvityshenkilön raportti	
<b>Julkaisun osat/ muut tuotetut versiot</b>	Julkaisu on saatavissa Internetistä osoitteesta www.vm.fi/julkaisut	
<b>Asiasanat</b>	arvo-osuudet, arvopaperikeskus, arvopaperimarkkinat, arvopaperit	
<b>Julkaisusarjan nimi ja numero</b>	Valtiovarainministeriön julkaisuja 32/2010	
<b>Julkaisun myynti/jakaja</b>	Julkaisu on saatavissa Internetistä osoitteesta www.vm.fi/julkaisut	
<b>Painopaikka ja -aika</b>		
<b>ISBN</b> 978-952-251-097-6 (PDF) <b>ISSN</b> 1797-9714 (PDF)	<b>Sivuja</b> 90	<b>Kieli</b> Suomi
	<b>Hinta</b>	
<b>Tiivistelmä</b> <p>Selvityshenkilön raportissa käsitellään arvopaperien moniportaisen hallinnan laajentamisen taloudellisia vaikutuksia eri markkinaosapuolten, viranomaisten ja yhteiskunnan kannalta. Lisäksi selvityshenkilö esittää havaintojaan suomalaisten pienten ja keskisuurten yritysten tehokkaan vaihdannan ja listautumismahdollisuuksien edistämiseksi.</p> <p>Selvityshenkilö katsoo, että moniportaisuuden laajentamisen suorat ja epäsuorat vaikutukset ovat yhteismääräisesti selvästi positiivisia. Moniportaisuus tuo kustannussäästöjä selvitys- ja säilytyskustannusten muodossa sekä auttaa kehittämään arvopaperimarkkinoita. Epäsuorat taloudelliset vaikutukset ovat suoria huomattavasti laajempia ja moninaisempia. Näihin kuuluu sijoittajahyöty kasvavasta palvelutarjonnasta, arvopaperien parempi likviditeetti ja niiden kurssiin pääomittunevat alentuneet tuottovaatimukset. Kansantalouden kannalta tärkeitä ovat ennen kaikkea listayhtiöiden laskeva pääomakustannus ja sen mahdolliset vaikutukset investointeihin, työllisyyteen sekä bruttokansantuotteen. Moniportaisuuden laajentaminen vaikuttaa kuitenkin erityisesti veroviranomaisten toimintaan ja edellyttää siksi täydentävää lainsäädäntöä mm. tiedonsaannin tehostamiseksi.</p> <p>Selvityshenkilö katsoo, että arvopaperien moniportaisen hallinnan ja hallintarekisteröinnin laajentaminen toisi kokonaisuudessaan sekä suoria että välillisiä kustannussäästöjä ja edistäisi arvopaperimarkkinoiden kehittymistä niin lyhyellä kuin pitemmälläkin tähtäimellä.</p> <p>Muina havaintoinaan selvityshenkilö toteaa, että ilman tarkempaa selvitystä yritysten kasvuhaltomuuden varsinaisista syistä, korjaavia toimenpiteitä on vaikea suositella. Suomessa verotus muodostaa esteen listautumiselle ja kannustaa huonosti riskinottoon. Yhtiöillä on listautumisesta selvästi virheellisiä mielikuvia. Yleisenä huomiona selvityshenkilö katsoo, että pääomamarkkinoiden kehittämishankkeet etenevät usein vaivalloisesti eikä pääomamarkkinoiden merkittävyyttä talouskehitykselle täysin tiedosteta.</p>		

## Presentationsblad

<b>Utgivare och datum</b>	Finansministeriet, juni 2010	
<b>Författare</b>	Professor Eva Liljebloom, Hanken	
<b>Publikationens titel</b>	Ekonomiska konsekvenser av flerstegsmodellen för förvaltning och förvaltarregistrering av värdepapper Utredarens rapport	
<b>Publikationens andra versioner</b>	Publikationen finns på finska på <a href="http://www.vm.fi/julkaisut">www.vm.fi/julkaisut</a>	
<b>Nyckelord</b>		
<b>Publikationsserie och nummer</b>	Finansministeriet publikationer 32/2010	
<b>Beställningar/distribution</b>	Publikationen finns på finska på <a href="http://www.vm.fi/julkaisut">www.vm.fi/julkaisut</a>	
<b>Tryckeri/tryckningsort och -år</b>		
<b>ISBN</b> 978-952-251-097-6 (PDF) <b>ISSN</b> 1797-9714 (PDF)	<b>Sidor</b> 90	<b>Språk</b> Finska
	<b>Pris</b>	

### Sammandrag

Utredarens rapport handlar om de ekonomiska konsekvenserna av utvidgningen av flerstegsmodellen för värdepappersförvaltning ur olika marknadsparters, samt myndigheters och samhällets perspektiv. Utredaren presenterar också sina observationer om hur effektivare värdepappershandel i finländska små och medelstora företag och deras möjligheter till listning kunde främjas.

De direkta och indirekta konsekvenserna av utvecklandet av flerstegssystemet är enligt utredaren sammantaget klart positiva. Flerstegsmodellen ger kostnadsbesparingar i fråga om avvecklings- och förvaringskostnader, och dessutom underlättas utvecklandet av marknaderna. De indirekta ekonomiska konsekvenserna är mycket mera omfattande och mångsidigare. Dessa omfattar investerarnyttan av ökat serviceutbud, bättre likviditet för värdepapper och effekten av ett lägre avkastningskrav som kapitaliseras i kursen. Samhällsekonomiskt viktiga är framför allt de minskade kapitalkostnaderna för noterade bolag och deras eventuella inverkan på investeringar, sysselsättning och bruttonationalprodukten. Utvidgandet av flerstegssystemet påverkar dock framför allt skattemyndigheternas verksamhet, och därför krävs kompletterande lagstiftning bl.a. för att tillgången till information ska kunna effektiviseras.

Utredaren anser att utvidgandet av flerstegsmodellen för förvaltning och förvaltarregistrering av värdepapper i sin helhet skulle ge både direkta och indirekta kostnadsbesparingar, och att det skulle främja utvecklandet av värdepappersmarknaderna såväl på kort som på längre sikt.

I övrigt konstaterar utredaren att man utan noggrannare information om de egentliga orsakerna till företagens ovilja att växa har svårt att rekommendera korrigerande åtgärder. I Finland skapar beskattningen ett hinder för börslistning, och den uppmuntrar inte heller till risktagning. Bolagen har också uppenbart felaktiga föreställningar om listning. Utredaren anser att projekten för att utveckla kapitalmarknaderna ofta framskrider långsamt, och att man inte inser kapitalmarknadernas fulla betydelse för den ekonomiska utvecklingen.

## Description page

<b>Publisher and date</b>	Ministry of Finance, June 2010	
<b>Author(s)</b>	Professor Eva Liljebloom, Hanken School of Economics	
<b>Title of publication</b>	The economic impact of an expansion of multi-tiered custody and nominee registration of securities Rapporteur's report	
<b>Parts of publication/ other versions released</b>	The publication is available in Finnish at <a href="http://www.vm.fi">www.vm.fi</a>	
<b>Keywords</b>		
<b>Publication series and number</b>	Ministry of Finance publications 32/2010	
<b>Distribution and sale</b>	The publication is available in Finnish at <a href="http://www.vm.fi">www.vm.fi</a>	
<b>Printed by</b>		
<b>ISBN</b> 978-952-251-097-6 (PDF) <b>ISSN</b> 1797-9714 (PDF)	<b>No. of pages</b> 90	<b>Language</b> Finnish
	<b>Price</b>	

### Abstract

The rapporteur's report examines the economic impact of an expansion of multi-tiered custody of securities in terms of various market actors, including the authorities and the society as a whole. In addition, the rapporteur presents her observations on promoting efficient securities markets and listing opportunities for small and medium sized companies.

The rapporteur considers that, overall, the direct and indirect impacts of multi-tiered custody of securities are clearly positive. Multi-tiered custody of securities could bring savings in settlement and custody costs and will also help develop the securities markets. The indirect economic impact is significantly more extensive and multi-dimensional as compared to the direct impact. It includes the benefits to investors from growing service offering, better liquidity of securities and a lower rate of return requirement, capitalised in security prices. An important aspect in terms of the economy is, above all, the reduced cost of capital for listed companies and the possible impacts of this on investments, employment and gross domestic product. An expansion of multi-tiered custody of securities, however, will particularly affect the operation of the tax authorities and will therefore require supplementary legislation to enhance, for example, their access to information.

The rapporteur considers that an expansion of multi-tiered custody of securities would bring in overall terms both direct and indirect costs savings and would promote the development of the securities market both in the short and the long run.

As other observations, the rapporteur states that without a more in-depth study of companies' actual reasons for their unwillingness to grow, it is difficult to recommend corrective measures. In Finland, taxation forms a barrier to listings and does not encourage risk-taking. Companies have clearly erroneous impressions on the effect of listing. As a general observation, the rapporteur considers that capital market development projects often proceed weakly and the significance of the capital market for economic development is not fully recognised.





# Valtiovarainministeriölle

Hallinto- ja kuntaministeri Mari Kiviniemi asetti minut 11 päivänä joulukuuta 2009 valtiovarainministeriön selvityshenkilöksi, jonka tehtävänä on selvittää pääomamarkkinoiden toiminnan kehittämistä. Selvitykseni täydentää valtiovarainministeriön helmikuussa 2009 asettaman arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistus -työryhmän työtä.

Tehtäväni on ollut selvittää arvopaperien moniportaisen hallinnan käyttöönoton ja hallintarekisteröinnin laajentamisen taloudellisia vaikutuksia ja merkitystä Suomen pääomamarkkinoiden toimivuuden ja kilpailukyvyn vahvistamisessa sekä rahoitushuollon monipuolistamisessa.

Selvityshenkilönä minulla on ollut lisäksi mahdollisuus esittää taloudellisten vaikutusarviointien perusteella muita tärkeiksi arvioimiani näkökohtia ja tekijöitä suomalaisten pienten ja keskisuurten yritysten arvopaperien tehokkaan vaihdannan ja listautumismahdollisuuksien edistämiseksi sekä Suomessa toimivien markkinapaikkojen toimivuuden turvaamiseksi.

Selvitystyöni yhteydessä olen tavannut ja haastatellut useiden eri tahojen edustajia, joilta olen saanut työtäni tukevia tietoja sekä kirjallisia että suullisia kommentteja. Kiitän tätä suurta asiantuntijajoukkoa heidän toimittamastaan aineistosta ja esittämistään näkemyksistä.

Saatuani työni valmiiksi luovutan kunnioittavasti selvitystyöni valtiovarainministeriölle.

Helsingissä 3 päivänä kesäkuuta 2010



Eva Liljeblom



# Sisältö

<b>1</b>	<b>Johdanto</b> .....	13
1.1	Toimeksianto .....	13
1.2	Taustaa .....	14
1.3	Raportin rakenne .....	17
<b>2</b>	<b>Nykytila Suomessa suhteessa arvopaperien moniportaiseen hallintaan</b> .....	19
2.1	Arvo-osuusjärjestelmä ja suorat arvo-osuustilit .....	19
2.2	Hallintarekisteröidyt arvo-osuudet ja osakkeenomistajat .....	20
2.3	Osakekaupan selvitystoiminnan vaiheet .....	22
2.4	Osakekaupan hallinta ja selvitys nykyjärjestelmässä .....	24
2.5	Arvopaperien moniportaisen hallinnan sääntelystä .....	28
<b>3</b>	<b>Kansainvälinen vertailu</b> .....	31
3.1	Tuleva EU-sääntely ja säilytystoiminnan markkinamuutokset .....	31
3.2	Säilytysjärjestelmät .....	32
3.3	Säilytystoiminta .....	33
3.4	Osakkeenomistajan oikeudet ja liputusrajat .....	34
3.5	Säilyttäjän maksukyvyttömyys ja konkurssi .....	36
3.6	Veroviranomaisen tiedonsaantioikeus ja toimivaltuudet .....	37
<b>4</b>	<b>Moniportaisuuden vaikutuksista: Välittäjät ja säilytyspankit</b> .....	41
4.1	Välittäjien selvityskustannukset nykyjärjestelmässä .....	41
4.2	Moniportaisen järjestelmän vaikutukset selvityskustannuksiin ...	45
4.2.1	Moniportaisen järjestelmän vaikutukset selvityskustannuksiin .....	45
4.2.2	Moniportaisen järjestelmän vaikutukset kilpailutilanteeseen .....	49
4.2.3	Muut moniportaisen järjestelmän vaikutukset välittäjille ja säilyttäjäille .....	50
4.3	Yhteenveto .....	51
<b>5</b>	<b>Moniportaisuuden vaikutuksista: Markkinapaikat ja niiden toimijat</b> ....	53
5.1	Pörssit .....	53
5.2	Arvopaperikeskus .....	54
5.3	T2S ja moniportainen hallinta .....	56
5.4	Yhteenveto .....	58

<b>6</b>	<b>Moniportaisuuden vaikutuksista: Sijoittajat</b> .....	59
6.1	Yleistä.....	59
6.2	Selvityskustannusten hintavaikutukset.....	60
6.3	Yhteenveto .....	64
<b>7</b>	<b>Moniportaisuuden vaikutuksista: Liikkeeseenlaskijat ja listautujat</b> 65	
7.1	Suorat kustannusvaikutukset .....	65
7.2	Muut vaikutukset .....	67
7.3	Yhteenveto.....	68
<b>8</b>	<b>Moniportaisuuden vaikutuksista: Yhteiskunta ja viranomaiset</b> .....	69
8.1	Veroviranomaiset .....	69
8.2	Finanssivalvonta ja Suomen Pankki .....	72
8.3	Yhteenveto .....	73
<b>9</b>	<b>Yhteenveto taloudellisista vaikutuksista</b> .....	75
<b>10</b>	<b>Muita huomioita koskien listautumisia ja markkinapaikkojen toimivuutta</b> .....	81
	<b>Viitteet</b> .....	85
	<b>Liite 1. Tahoja, joiden edustajia selvityshenkilö on haastatellut</b> .....	89

# 1 Johdanto

## 1.1 Toimeksianto

Valtiovarainministeriö on 11.12.2009 asettanut selvityshenkilön selvittämään arvopaperien moniportaisen hallinnan ja hallintarekisteröinnin laajentamisen taloudellisia vaikutuksia ja kansantaloudellista merkitystä Suomen pääomamarkkinoiden toimivuuden ja kilpailukyvyn vahvistamisessa sekä pääoma-huollon monipuolistamisessa. Selvityshenkilön on tehtävässään huomioitava ennakoitavissa olevat muutokset arvopaperikaupankäynnin sekä selvitys- ja säilytystoiminnan kansainvälisessä toimintaympäristössä.

Selvityksen tulee kattaa arvopaperien moniportaisen hallinnan taloudellisten vaikutusten ja järjestelmärakenteiden hyödyt, haitat ja vaikutukset ottamalla huomioon kansainväliset kokemukset erityisesti niistä maista, joissa on käytössä joko moniportainen hallinta tai sekä moniportaisen että suoran hallinnan järjestelmien yhdistelmä. Selvityksen loppuraportista tulee ilmetä sekä laadullisia että määrällisiä arvioita muutosten taloudellisista vaikutuksista eri osa-alueilla.

Lisäksi selvityshenkilö voi esittää tärkeiksi arvioimiaan seikkoja ja tekijöitä suomalaisten pienten ja keskisuurten yritysten tehokkaan vaihdannan ja listautumismahdollisuuksien edistämisessä ja Suomessa toimivien markkinapaikkojen toimivuuden turvaamisessa.

Selvitystä laadittaessa tulee huomioida erityisesti seuraavat osa-alueet:

### Sijoittajat

Moniportaisen hallinnan ja hallintarekisteröinnin laajentaminen vaikuttaisi sekä tapaan, jolla suomalaisten sijoittajien arvopapereita hallitaan että siihen, kenen toimesta näitä palveluita jatkossa tarjotaan suomalaisille asiakkaille. Huomionarvoista on myös, että Suomessa ulkomaisten omistajien osuus julkisen kaupankäynnin kohteena olevista osakkeista on pitkään ollut noin 50 prosenttia, mikä on kansainvälisesti verrattuna korkea taso.

### Arvopaperikeskus

Suomessa toimii arvo-osuustili- ja selvityspalveluita tarjoava arvopaperikeskus, jonka toimintaan ja asemaan moniportaisen hallinnan ja hallintarekisteröinnin laajentamisella on olennaisia vaikutuksia.

### Liikkeeseenlaskijat

Moniportaisen hallinnan ja hallintarekisteröinnin laajentaminen vaikuttaa arvopaperien liikkeeseenlaskijoiden tapaan saada tietoa omistajistaan ja toteuttaa yhtiötapahtumia. Moniportaisella hallinnalla on myös muita taloudellisia vaikutuksia liikkeeseenlaskijoiden kannalta.

### Välittäjät

Moniportainen hallinta antaa välittäjille mahdollisuuden toteuttaa toimeksiantoja sisäisesti ilman tilimerkintää arvopaperikeskuksen arvo-osuusrekisteriin. Moniportaisen hallinnan taloudellisiin vaikutuksiin kuuluvat sisäisen toteuttamisen mahdollistamat kustannussäästöt ja lisäksi selvitystoiminnan sekä välittäjien välisen kilpailun kehittymisen vaikutukset.

### Valtiontalous, viranomaisten toiminta ja yhteiskunta

Moniportaisen hallinnan laajentamisella saattaa olla taloudellisia vaikutuksia mm. valtiontalouteen, viranomaisten toimintaan ja yhteiskuntaan.

## 1.2 Taustaa

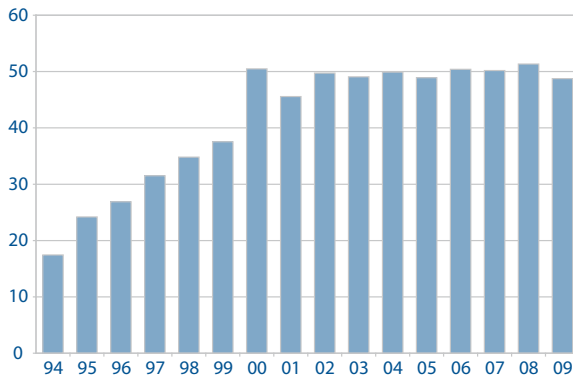
Suomen arvopaperimarkkinat ovat olennaisesti muuttuneet viimeisen kymmenen vuoden aikana. Kansainvälistyminen ja markkinapaikkojen samoin kuin niillä toimivien markkinaosapuolten integroituminen sekä markkinafuusiot ovat luoneet suurempia yksikkökojoja, jolloin skaalaetujen hyödyntäminen on tuonut kustannussäästöjä. Toisaalta EU:n sisämarkkinoiden kehitys (yhdentävä lainsäädäntö ja sääntelyn kehittyminen) ja yhä kansainvälistyvämmiin toimivat sijoittajat ovat tuoneet markkinoille uusia osapuolia niin välittäjä-, markkinapaikka- kuin selvitysosapuolitasolle.

Suomessa siirryttiin arvo-osuusjärjestelmään 1990-luvun alussa ja järjestelmässä mahdollistettiin alusta alkaen hallintarekisteröinti ulkomaisille osakkeenomistajille. Hallintarekisteröinti vastaa yleistä kansainvälistä markkina-käytäntöä ja on luonteeltaan käytännönläheinen menettely ulkomaisille osakkeenomistajille. Hallintarekisteröinnillä on haluttu varmistaa ulkomaisten

sijoittajien kiinnostus suomalaisiin osakkeisiin ja turvata suomalaisille yhtiöille osakepääoman kansainväliset hankintamahdollisuudet.

Hallintarekisteröintiä voidaan pitää onnistuneena toimintamallina. Ulkomainen osakkeenomistus suomalaisissa pörssiyhtiöissä on kasvanut erittäin voimakkaasti 1990-luvun alusta lukien. Kuten kuvasta 1 ilmenee, osakkeiden ulkomaalaisomistus arvo-osuusjärjestelmässä on noussut 2000-luvulle tultaessa nykyiselle 50 %:n tasolle. Ulkomaiset osakkeenomistajat käyttävät yleensä hallintarekisteröintiä<sup>1</sup>.

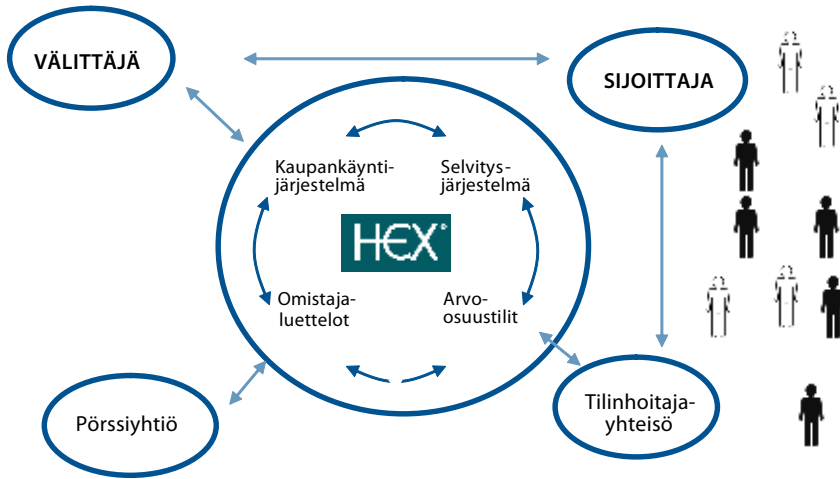
**KUVA 1: Osakkeiden ulkomaalaisomistus arvo-osuusjärjestelmässä prosentteina**



Lähde: Euroclear Finland

<sup>1</sup> Esimerkiksi Nokia Oyj:n osakkeenomistajien jakauma 31.12.2009: suomalaiset suoraan rekisteröidyt osakkeenomistajat 12,17 %, ulkomaiset suoraan rekisteröidyt osakkeenomistajat 0,89 % ja ulkomaiset hallintarekisteröidyt osakkeenomistajat 86,95 %.

**KUVA 2: Suomalaisen osakkeen kaupankäynti ja selvitys vuonna 2003**



Lähde: NASDAQ OMX

Kuva 2 tarjoaa yksinkertaistetun mallin siitä, miltä suomalaisten osakkeiden kaupankäynti ja selvitys näytti vielä vuonna 2003. Kuva on yksinkertaistettu muun muassa siksi, että suomalaisia osakkeita listattiin jo silloin ja niillä käytiin kauppaa ulkomaisilla markkinapaikoilla. Etävälittäjien markkinoille tulo Suomeen oli kuitenkin vasta aluillaan.<sup>2</sup>

Kuva 3 antaa kuvan siitä, miten fragmentoitunutta suomalaisten osakkeiden kaupankäynti ja selvitys on vuonna 2010. Kuva viittaa etävälittäjien kasvaneeseen merkitykseen, uusiin kauppapaikkoihin kuten MTF:t (*multilateral trading facility*, esimerkkinä Chi-X, joka on liikevaihdoltaan kivunnut Euroopan kolmen suurimman markkinapaikan joukkoon yhdessä Lontoon Pörssi-konsernin ja NYSE Euronextin kanssa<sup>3</sup>), ns. dark poolit ja useat selvitykseen osallistuvat tahot.

Markkinakehitys haastaa perinteiset kauppapaikat. Suomalaisten pienten ja keskisuurten yritysten kannalta lähellä sijaitsevan markkinapaikan toimivuus on kuitenkin tärkeää, koska muualla ulkomaisten sijoittajien huomio kiinnittyy pääosin suuriin listayhtiöihin jo sijoittajien oman koon vuoksi (suuri osa kansainvälisistä sijoittajista on institutionaalisia sijoittajia kuten eläkerahastoja). Markkinapaikan toimivuuden kannalta taas toimivat osakekaupan järjestelmät

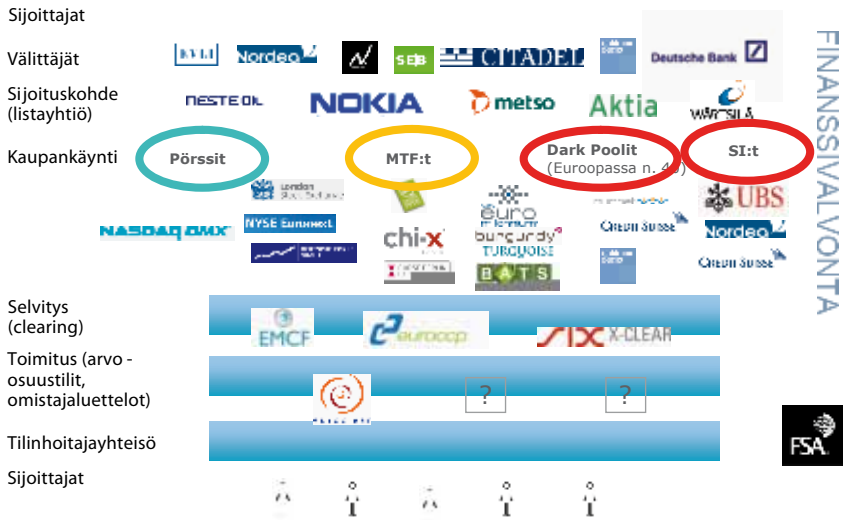
<sup>2</sup> Vuonna 2002 Talouselämä raportoi otsikolla "Pankkiirien pudotuspeli alkoi", että etävälittäjiä oli 22, kun niitä vuonna 1999 oli vasta 6. Pankkiiriiliikkeiden tulokset laskivat myös rajusti 2001, mihin tosin oli syynä myös IT-kuplan puhkeminen (Talouselämä 1.3.2002).

<sup>3</sup> Lähde: Federation of European Securities Exchanges, FESE.



ml. selvitysjärjestelmät ovat keskeisiä. Suomalaiset markkinat ovat pienet, ja siten liian suuret sopeutumis- ja transaktiokustannukset karkottavat helposti kansainväliset sijoittajat. Kansainväliset sijoittajat tuovat kuitenkin pääomaa markkinoillemme ja auttavat kysynnällään alentamaan suomalaisten yhtiöiden pääomakustannuksia, millä puolestaan on pitkäjänteisiä vaikutuksia yritysten investointeihin, työllistämismahdollisuuksiin ja bruttokansantuotteeseen.

### KUVA 3: Suomalaisen osakkeiden kaupankäynti ja selvitys vuonna 2010



Lähde: NASDAQ OMX

## 1.3 Raportin rakenne

Raportissa kuvataan nykyjärjestelmää luvussa 2 ja vastaavia järjestelmiä eräissä muissa Euroopan maissa luvussa 3. Tämän jälkeen tarkastellaan sitä, miten moniportaisuuden laajentamisen voidaan odottaa vaikuttavan eri osapuoliin: välittäjiin ja säilytyspankkeihin (luku 4), arvopaperipörssiin ja muihin markkinapaikkoihin (luku 5), sijoittajiin (luku 6), liikkeeseenlaskijoihin (luku 7) ja yhteiskuntaan ja viranomaisiin (luku 8). Luvussa 9 on yhteenveto moniportaisuuden vaikutuksista ja moniportaisuuteen siirtymisen yhteydessä huomioitavia näkökohtia. Lopuksi luvussa 10 annetaan suosituksia ja esitetään muita havaintoja liittyen Suomen arvopaperimarkkinoiden kehittämiseen.

Raportti perustuu laajaan markkinaosapuolien ja näitä edustavien yhteisöjen sekä viranomaisten edustajien haastattelukierrokseen (liite 1). Lisäksi selvitystyön yhteydessä on pyritty keräämään monipuolisesti materiaalia Suomen ja eräiden muiden markkinoiden rakenteista ja, sikäli kuin mahdollista, talou-

dellisiin vaikutuksiin liittyvää taustatietoa. Aineisto ei useimmissa tapauksissa kuitenkaan mahdollista yksityiskohtaisia ja tarkkoja arvioita moniportaisuuden laajentamisen taloudellisista kokonaisvaikutuksista.

## 2 Nykytila Suomessa suhteessa arvopaperien moniportaiseen hallintaan

### 2.1 Arvo-osuusjärjestelmä ja suorat arvo-osuustilit

Suomessa siirryttiin vuonna 1992 arvo-osuusjärjestelmään, jossa ei käytetä oikeuden osoittavia fyysisiä arvopapereita, vaan arvo-osuudet kirjataan erityisille arvo-osuustileille. Arvo-osuusjärjestelmä muodostuu arvo-osuustileistä ja arvo-osuuksien omistajien luetteloista.

Arvo-osuustilit pidetään arvo-osuusjärjestelmää koskevan lain mukaisesti arvopaperikeskuksessa, jona toimii toimiluvan perusteella Euroclear Finland Oy. Arvopaperikeskus pitää rekisteriä arvo-osuustileistä, niille kirjatusta arvo-osuuksista sekä arvo-osuustileihin ja arvo-osuuksiin kohdistuvista oikeuksista ja rajoituksista.

Arvo-osuustilejä hoitavat tilinhoitajayhteisöt (*säilyttäjät*), joina toimivat lähinnä luottolaitokset ja muut arvopaperinvälittäjät sekä arvopaperikeskus. Luottolaitokset ja muut tilinhoitajayhteisöt tarjoavat kaupallisia arvo-osuustilejä omille asiakkailleen. Arvopaperikeskuksen tilinhoitajayhteisönä tarjoamien arvo-osuustilien kustannuksista vastaa osakkeiden, muiden oman pääoman ehtoisten arvopaperien ja rahasto-osuuksien osalta kunkin arvo-osuuden liikkeeseenlaskija.

Arvo-osuudet sekä niihin kohdistuvat oikeudet ja rajoitukset kirjataan arvo-osuustileille. Arvopaperien antamista ja luovuttamista koskevat periaatteet ovat lähtökohtia arvo-osuuksien kirjaamista koskevalle sääntelylle. Arvo-osuusjärjestelmään kuuluvista arvo-osuustileistä ja niille tehtyjen merkintöjen oikeusvaikutuksista sekä tilejä pitävien korvausvastuusta on säädetty tarkemmin laissa arvo-osuustileistä.

Arvo-osuusjärjestelmän peruspiirteenä on, että arvo-osuustilille kirjattu saanto ja arvo-osuuteen kohdistuva arvo-osuustilille kirjattu oikeus saa etusijan suhteessa saantoon ja oikeuteen, jota ei ole kirjattu tilille. Jos samaan arvo-osuuteen kohdistuu keskenään ristiriidassa olevia oikeuksia, aikaisemmin arvo-osuustilille kirjattu oikeus saa etusijan myöhemmin kirjattuun nähden.

Arvo-osuusjärjestelmässä oikeudellisen suojan kannalta keskeisiä ovat arvo-osuustilikirjaukset.

Arvo-osuustilien tilinhaltijoilla on oikeudellisesti suojattu omistusoikeus arvo-osuustileilleen kirjattuihin arvo-osuuksiin. Vastaavasti arvo-osuustilille kirjattujen oikeuksien haltijat, kuten esimerkiksi panttioikeuden haltijat, saavat oikeudellisesti suojatun aseman näille oikeuksille.

Arvopaperikeskuksessa pidetään liikkeeseenlaskijakohtaisia osakas- ja omistajaluetteloita osakkeiden, muiden oman pääomanehtoisten arvopaperien ja rahasto-osuuksien omistajista. Arvo-osuusjärjestelmään kuuluvan yhtiön osakkeenomistajan oikeudet määräytyvät osakasluettelosta, joka perustuu yhtiön lukuun pidettäviin arvo-osuustilikirjauksiin. Esimerkiksi yhtiökokoukseen voi osallistua vain yhtiökokouksen täsmäytyspäivänä osakasluetteloon merkitty osakkeenomistaja. Arvo-osuustilin tilinhaltija saa osakkeenomistajan oikeudellisen aseman suhteessa yhtiöön.

Arvopaperikeskus valvoo, että arvo-osuustileille kirjattujen arvo-osuuksien määrä vastaa kunkin arvo-osuuslajin liikkeessä olevaa määrää. Arvo-osuusjärjestelmässä pitää olla arvo-osuuksia kirjattuina arvo-osuustileille vastaava määrä kuin kutakin arvo-osuuslajia on laskettu yhteensä liikkeeseen.

## 2.2 Hallintarekisteröidyt arvo-osuudet ja osakkeenomistajat

Ulkomaisilla osakkeenomistajilla on arvo-osuusjärjestelmään siirtymisestä alkaen ollut mahdollisuus osakkeiden hallintarekisteröintiin. Hallintarekisteröintiä on perusteltu yleisellä kansainvälisellä käytännöllä. Kotimaisilla omistajilla ei ole voimassa olevan lainsäädännön mukaisesti mahdollisuutta hallintarekisteröidä osakkeitaan omaisuudenhoitotileille.

Kansainvälisesti hallintarekisteröinti ja arvopaperien moniportainen hallinta on yleinen käytäntö. Arvopaperien suora rekisteröinti arvopaperikeskuksessa on laajasti käytössä suoraan omistukseen perustuvissa avoimissa järjestelmissä (kuten lähinnä Pohjoismaat, Kreikka, Slovenia, Kiina, Intia ja Brasilia). Suoraan rekisteröintiin perustuva ja usein avoin sekä julkinen toimintamalli lisää esimerkiksi yritystoiminnan ja omistuksen läpinäkyvyyttä sekä vahvistaa viranomaisten tiedonsaantimahdollisuuksia ja osakkeenomistajan esineoikeudellista suojaa. Useissa muissa valtioissa sijoittajan, mukaan lukien osakkeenomistajan, oikeus ei kohdistu suoraan liikkeeseenlaskijaan, vaan esimerkiksi luottolaitokseen tai tämän oikeudesta antamaan todistukseen.

Arvo-osuuksia hallinnoidaan kansainvälisesti moniportaisissa hallintaketjuissa. Tällöin arvo-osuuden varsinaisen omistajan tiedot ilmenevät omistajaa edustavan omaisuudenhoitajan (taso 1) tilinpidosta, mutta eivät enää seuraavalla tasolla olevan omaisuudenhoitajan (taso 2) tilinpidosta, jonne on merkittynä vain tason 1 omaisuudenhoitaja. Tasoja voi olla useita ja niin monta, että

viimeisen tason kautta voivat toteutua esimerkiksi osakkeenomistajan oikeudet suhteessa arvo-osuuksien liikkeeseenlaskijaan. Koska kansainvälisissä arvopaperien hallintaketjuissa on yleensä luottolaitoksia useista valtioista, ketjun eri osiin sovelletaan eri maiden lainsäädäntöä. Oikeudellinen osakkeenomistaja ratkaistaan yleensä – myös Suomessa – yhtiön kotivaltion lainsäädännön mukaan. Tämän johdosta englantilainen säilytyspankki voi Englannin lain mukaan olla suhteessa omiin asiakkaisiinsa ”oikea osakkeenomistaja”, mutta Suomessa esimerkiksi yhtiökokouksiin osakkeenomistajana voi osallistua vain Suomen lain mukainen oikea ja ns. lopullinen osakkeenomistaja.

Lain arvo-osuustileistä mukaisesti ulkomaalaisen tai ulkomaisen yhteisön tai säätiön omistamat arvo-osuudet saadaan kirjata erityiselle arvo-osuustilille (*omaisuudenhoitotili*), jota tilinhaltija toimeksiannon nojalla hallitsee toisen lukuun. Säännös mahdollistaa omaisuudenhoitajan kirjaamisen tilinhaltijaksi ilman, että arvo-osuustilille kirjataan arvo-osuuksien omistaja. Omaisuudenhoitotilin tilinhaltijana ja tilinhoitajayhteisönä voivat toimia lähinnä luottolaitokset ja muut arvopaperinvälittäjät ja arvopaperikeskus. Tällöin arvo-osuustililtä ilmenee omistajan sijasta tiedot tilinhaltijasta ja että kysymyksessä on omaisuudenhoitotili.

Omaisuudenhoitotileille voidaan kirjata yhden tai useamman omistajan arvo-osuuksia. Mitä laissa on säädetty tilinhaltijan kelpoisuudesta määrätä tilille kirjatuista arvo-osuuksista, koskee näiden arvo-osuustilien osalta omaisuudenhoitotilin tilinhaltijaa. Säännös tarkoittaa, että omaisuudenhoitaja hallitsee tilille kirjattuja arvo-osuuksia ja että arvo-osuuksien omistajakohtainen erittely jää tilinhaltijan pitämän tilinpidon varaan. Arvo-osuuksien omistajan tulee lunastaa tai siirtää omistamia arvo-osuuksia omaisuudenhoitajan kautta, koska vain tällä on oikeus määrätä nimiinsä kirjatuista arvo-osuuksista.

Hallintarekisteröityjen arvo-osuuksien omistajan oikeus on Suomen lain mukaan luonteeltaan esineoikeudellinen, kun tämä omistaa tietyt omaisuudenhoitajan hallinnassa olevat arvo-osuudet. Arvo-osuuksien omistajan oikeus ei kuitenkaan yleensä kohdistu tiettyihin yksilöityihin arvo-osuuksiin vaan tiettyyn määrään omaisuudenhoitajan pitämällä yhteistilillä olevista arvo-osuuksista. Hallintarekisteröidyn omistajan oikeudet tulee tästä johtuen toteuttaa omaisuudenhoitajan kautta.

Omaisuudenhoitotilin tilinhaltija hallinnoi arvo-osuuksia hallintarekisteröidyn omistajan puolesta, mutta ei ole oikeudellisesti varsinainen omistaja. Omaisuudenhoitotilin tilinhaltija ei esimerkiksi voi osallistua osakkeenomistajana yhtiökokoukseen, vaan tämä oikeus on varsinaisella osakkeenomistajalla, jonka tulee ilmoittautua ennen yhtiökokousta vähintään tilapäisesti merkittäväksi yhtiön osakasluetteloon. Tähän liittyy yleensä kustannuksia.

Omaisuudenhoitotilille kirjatut arvo-osuudet ovat oikeudellisesti luonteeltaan asiakasvaroja, jotka eivät kuulu omaisuudenhoitajan konkurssipesään eikä niitä voida ulosmitata tämän veloista. Suomesta, kuten myös Ruotsista, puuttuu kuitenkin omaisuudenhoitotilin tilinhaltijan ja varsinaisen omistajan välisen suhteen kattava oikeudellinen sääntely.

Arvo-osuuksien omistajan ja tämän omaisuudenhoitajan keskinäinen suhde määräytyy oikeudellisesti yleensä tilinpidon kotivaltion lainsäädännön mukaisesti. Kun omaisuudenhoitotilin tilinhaltija tai tilinhaltijan toimeksiantaja pitää muussa valtiossa rekisteriä tai tiliä arvo-osuuksiin kohdistuvista oikeuksista, oikeudenhaltijan oikeuksiin sovelletaan kyseisen valtion lakia, jollei tiliä koskevista kirjauksista muuta johdu. Tilinpitoon liittyvät oikeudelliset seikat ratkaistaan tällöin omaisuudenhoitajan ja tämän ulkomaisen asiakkaan välisessä suhteessa yleensä ulkomaisen lainsäädännön mukaisesti. Säännös on tarpeen mm. siksi, että Suomessa ei ole moniportaisuuslainsäädäntöä, jossa säädettäisiin arvo-osuusjärjestelmän ulkopuolista hallintaa ja välillistä arvopaperien säilytystä koskevista oikeudellisista kysymyksistä ja vastuusta.

Hallintarekisteröinnin hoitaja on pyynnöstä velvollinen ilmoittamaan Finanssivalvonnalle arvo-osuuksien todellisen omistajan nimen, jos se on tiedossa, ja sen, kuinka monta arvo-osuutta omistajalla on. Jollei arvo-osuuksien todellisen omistajan nimi ole tiedossa, hallintarekisteröinnin hoitaja on velvollinen ilmoittamaan vastaavat tiedot omistajan puolesta toimivasta asiamiehestä sekä tämän antaman kirjallisen vakuutuksen siitä, ettei arvo-osuuksien todellinen omistaja ole suomalainen henkilö. Suomalaisten viranomaisten tiedonsaantioikeuden avulla ei aina kuitenkaan ole mahdollista selvittää arvo-osuuksien todellisia omistajia kansainvälisissä moniportaisissa arvo-osuuksien hallintaketjuissa. Toisaalta Suomen liputussäännökset ovat luonnollisesti myös ulkomaisia sijoittajia sitovia, mikä tarkoittaa sitä, että tiettyjen omistusrajojen ylittävistä omistuksista loppuasiakas on velvollinen tekemään ns. liputusilmoituksen.

### 2.3 Osakekaupan selvitystoiminnan vaiheet

Arvopaperikaupan selvitystoiminnalla tarkoitetaan niitä itse kaupan jälkeisiä toimintoja, joilla arvopaperikaupat saadaan toteutettua niin, että ostaja vastaanottaa arvopaperit ja myyjä saa niistä maksun.

Arvopaperipörsseissä ja muilla markkinapaikoilla tehtyjen kauppojen selvitys on järjestetty selvitysyhteisöissä. Arvopaperinvälittäjät käyttävät kauppohen selvitystä järjestettäessä selvitysyhteisössä toimivia selvitysosapuolia, joiden välillä selvitystapahtumat hoidetaan. Tämän lisäksi on välittäjien ja selvitysosapuolten sisäisesti hoitamia selvitystapahtumia.

Arvopaperikaupan selvitystoimintaan liittyy useita eri vaiheita ja toimintoja, joista kaikki eivät yleismaailmallisestikaan ole käytössä kaikissa selvitysmalleissa. Tällaisia arvopaperikaupan selvitystoiminnan vaiheita ovat<sup>4</sup>:

- **vahvistaminen** (*confirmation*): Kaupankäyntijärjestelmässä tapahtuneen kaupan jälkeen todetaan ja vahvistetaan kaupan ehdot ja osapuolien yksimie-

<sup>4</sup> Esim. julkaisu Arvopaperien moniportainen hallinta (2002) tarjoaa hyvän katsauksen käsitteistä.

lisyys niistä. Ehtoihin kuuluu siirtyvä arvopaperilaji, arvopaperien määrä, kauppahinta, siirtoajankohta/maksupäivä sekä osapuolten vahvistaminen. Pörssissä, joilla on automaattinen kaupankäyntijärjestelmä, vahvistus tapahtuu yleensä kaupankäyntijärjestelmässä, mutta se voi myös toteutua selvitysjärjestelmässä sen jälkeen, kun osapuolet ovat yhdenpitävästi kirjanneet tapahtumatiedot ja järjestelmä on verrannut tietoja toisiinsa.

- **clearing (määrittäminen):** Kun kaupat on vahvistettu, clearing-osapuoli varmistaa, että kauppa täyttää vaaditut edellytykset ja että luovutukset voidaan käytännössä toteuttaa, ja kauppa hyväksytään ”clearattavaksi”. Tässä yhteydessä lasketaan ja vahvistetaan kaupan oikeudet ja velvoitteet (bruttotai nettovelvoitteiden määrittäminen). Tässä vaiheessa ei vielä kuitenkaan siirretä arvopapereita tai rahaa. Jos clearing hoidetaan keskusvastapuoli-selvityksessä (*central counterparty clearing*), keskusvastapuoli (CCP) ottaa itselleen vastuun kaupan loppuunsaattamisesta asettamalla oikeudellisesti vastapuoleksi ostaja- ja myyjäosapuolelle.
- **settlement (toteutus):** Clearingvaiheessa<sup>5</sup> vahvistetut velvoitteet toteutetaan siirtämällä arvopaperit myyjältä ostajalle ja raha päinvastaiseen suuntaan. Suomessa arvopaperin siirto kotimaisten osapuolten välillä tapahtuu muutoksina arvo-osuusjärjestelmässä, jota ylläpitää arvopaperikeskus. Jos ulkomaisten moniportaisessa järjestelmässä olevien osapuolten välinen kauppa tapahtuu saman säilyttäjän asiakkaiden välillä, se kirjautuu ainoastaan muutoksina niissä hallintatileissä (alarekistereissä), joita tilinhoitaja (säilyttäjä) sisäisesti ylläpitää. Rahavarojen siirto tapahtuu osittain selvitysjärjestelmässä ja osittain pankki- tai maksujärjestelmässä. Selvitysyhteisön ja selvitysosapuolten välisessä selvityksessä käytetään keskuspankkirahaa, kun taas selvitysosapuolten ja loppusijoittajien välillä maksut suoritetaan pankkijärjestelmässä asiakkaiden tileille/tileiltä. Suoritusta, jossa arvopaperit siirretään ostajalle myyjälle suoritettavaa maksua vastaan, kutsutaan DVP:ksi (*delivery versus payment*).
- **säilytys ja hoito (safekeeping, custody):** Arvopapereiden säilytys riippuu niiden muodosta (fyysinen vai arvo-osuusmuotoinen). Fyysiset arvopaperit voivat olla esim. sijoittajan omassa hallinnassa, pankkiholvissa tai hänen valitsemansa säilyttäjän hallinnoimina. Arvo-osuusmuotoisessa järjestelmässä arvopaperit on korvattu elektronisilla tilimerkinnoillä ja arvopaperikeskukset pitävät rekisteriä arvopaperien bruttomääristä ja niiden omistus- tai hallinnointitasoista, eli siitä kuka ne joko omistaa suoraan tai kenen (moniportaisen järjestelmän) hallintarekisterin pitäjän hallinnassa ne ovat. Sijoittajat valitsevat tyypillisesti säilyttäjäkseen säilyttäjäpankin,

<sup>5</sup> Selvitys-termin käyttö markkinoilla vaihtelee; joskus ”clearing” on käännetty selvitykseksi kuten esim. VM:n työryhmämuistiossa 14/2002 (ja ”settlement” suoritukseksi), toisaalta ”settlement”-vaihe usein myös mielletään ”selvitykseksi”.

jolloin säilytyspalveluiden lisäksi hoitopalvelut kuuluvat pankin ja asiakkaan sopimukseen, mutta esimerkiksi Suomessa on mahdollista rekisteröidä yksityisiä arvo-osuustilejä suoraan arvopaperikeskukseen. Säilytys- ja hoitopalveluihin kuuluu mm. raportointi sijoittajalle (omaisuuden muutokset ja vuosiraportit), osinkojen maksun välittäminen sijoittajan tilille, yhtiötaphtumien (kuten splittien, rahastoantien, ja osakemerkintöjen) toteuttaminen ja yhtiökokouspalvelut (osallistuminen yhtiökokoukseen).

Edellä kuvattuja arvopaperikaupan ja selvitysjärjestelmän vaiheita ja toimintoja hoitaa usein sama selvitysyhteisö, jonka toimintaan osallistuvat kaupan välittäjät, clearing- ja settlement-osapuolet sekä arvopaperikeskus ja säilytyspankit, joissa varsinainen arvopaperien säilytys hoidetaan.

## 2.4 Osakekaupan hallinta ja selvitys nykyjärjestelmässä

Tällä hetkellä NASDAQ OMX Helsinki Oy:ssä pörssikaupat selvitetään nykyisin keskusvastapuolen kautta tai arvopaperikeskuksessa. Välittäjä voi selvittää pörssikauppoja lisäksi sisäisesti. Kaikki pörssikaupat toteutetaan arvopaperikeskuksessa.

Osakekaupan hallinta- ja selvitysjärjestelmät muodostavat monimutkaisen ketjun, josta loppuasiakas näkee yleensä vain pienen osan. Yksinkertaisimmillaan se voi olla kuvan 4 kaltainen, kun on kyse suomalaisiin osakkeisiin sijoittavista suomalaisasiakkaista nykyisen järjestelmän vallitessa. Vaiheissa 1 ostaja ja myyjä antavat tahoillaan välittäjiensä kautta osto- ja myyntimääräyksensä jonkin suomalaisyhtiön osakkeiden osalta (oletuksena että kaupantekomäärät ovat yhtä suuret). Vaiheissa 2 välittäjät kirjaavat osto- ja myyntimääräykset pörssin elektroniseen kaupankäyntijärjestelmään tietyillä rajahinnoilla. Kun nämä tarjoukset kohtaavat pörssissä (paras ostotarjous ja paras myyntitarjous), tapahtuu osakekauppa. Kauppatiedot toimitetaan keskusvastapuolelle, ja vaihe 3 (clearing eli kaupoista toteutuneiden velvoitteiden määrittäminen) käynnistyy.

Helsingin pörssiä operoiva NASDAQ OMX ilmoitti lokakuussa 2008 ottavansa käyttöön osana selvitysjärjestelmää keskusvastapuolijärjestelmän<sup>6</sup>. Käyttöönotto on edennyt vaiheittain vuoden 2009 aikana ja käsittää 16.11.2009 jälkeen niin suurten kuin keskisuurten yhtiöiden selvityksen. Keskusvastapuoli (*central counterparty*, CCP) on yhteisö, joka arvopaperikaupan selvityksessä toimii pörssin ja arvopaperikeskuksen välissä. Keskusvastapuoli asettuu kauppojen clearing-vaiheessa kaupan vastapuoleksi (ostajaksi myyjälle, myyjäksi

<sup>6</sup> Palvelun tarjoajaksi valikoitui hollantilainen European Multilateral Clearing Facility N.V. (EMCF), josta NASDAQ OMX on sittemmin ostanut osuuden. Markkinaosapuolet asettivat CCP:n siirtymisen ehdoksi sen, että markkinoille tuodaan useampi CCP-vaihtoehto. Myös EuroCCP ja SIX X-Clear ovat ilmaiseet kiinnostuksensa, mutta eivät toistaiseksi ole aloittaneet toimintaansa Suomessa.



ostajalle) ja takaa kaupan toteutumisen ottamalla vastuulleen osapuolten vastapuoliriskin.<sup>7</sup> Toinen keskeinen keskusvastapuolen palvelu on kaupan velvoitteiden määrittely, ml. niiden nettouttaminen arvopaperilajikohtaisesti ja niiden ilmoittaminen clearing-osapuolelle, joka edustaa välittäjää. Tällainen toiminta tehostaa markkinaosapuolien likviditeetin käyttöä, ja vähentää selvitystapahutumien määrää.<sup>8</sup> Keskusvastapuolijärjestelmässä tieto osakekaupoista välittyy mahdollisen nettouttamisen jälkeen eteenpäin arvopaperikeskukselle, joka ylläpitää Suomessa yksityiskohtaisia omistajarekistereitä suomalaisten omistamista suomalaisista osakkeista, mutta vain säilyttäjakohtaisia rekistereitä ulkomaa-laisten omistamista osakkeista (koska nämä tyypillisesti ovat moniportaisessa järjestelmässä), elleivät nämä nimenomaan ole halunneet rekisteröityä suoriksi omistajiksi Suomen arvo-osuusjärjestelmään.

Vaiheessa 4 tapahtuu toteutus. Keskusvastapuoli toimittaa nettoutettujen arvopaperikauppojen tiedot arvopaperikeskukselle. Sijoittajalta menee lisäksi tiedot asiakaskaupoista eteenpäin säilyttäjälle (yleensä osana kaupan sähköistä käsittelyä, ns. STP-prosessina, *straight through processing*), ja ostaja hoitaa myös varojen siirron eräpäivänä. Välittäjä antaa myös selvitysjärjestelmään käskyn osakkeen toimittamisesta säilyttäjälle ns. DVP (*delivery versus payment*) -transaktion, ja arvopaperikeskukselle tiedon omistuksen muuttumisesta ns. FOP (*free of payment*) -ilmoituksena. Lopulta säilyttäjä antaa ohjeen maksun toimittamisesta, ja vahvistaa tiedon osakkeen vastaanotosta välittäjältä (ns. RVP, *receipt versus payment*), ja itse maksutransaktio toteutetaan maksuliikejärjestelmässä.

Euroclear Finlandin harjoittamassa arvopaperikauppojen selvitystoiminnassa maksut toteutetaan keskuspankkirahalla. Euroclear Finlandilla on TARGET2-Suomen Pankki-järjestelmässä maksujenvälitystili, jolle talletetaan ja jolta maksut suoritetaan selvitysosapuolille näiden TARGET2-tileille. Euroclear Finland pitää maksujenvälitystilistään arvopaperimarkkinalain 4 a luvun 9 §:n 2 momentissa tarkoitettua alakirjanpitoa, jossa erotellaan sitovasti selvitysosapuolen tai tämän asiakkaiden rahakatteet. Arvopaperikaupan selvitys on lopullinen, kun kaupan mukaiset arvo-osuudet on kirjattu vastaanottajan arvo-osuustilille ja kun kauppahinta on maksettu myyjän puolesta toimivan selvitysosapuolen rahakatteeseen Euroclear Finlandin maksujenvälitystilin alakirjanpidossa. Lähivuosina Euroclear Finland suunnittelee siirtyvänsä

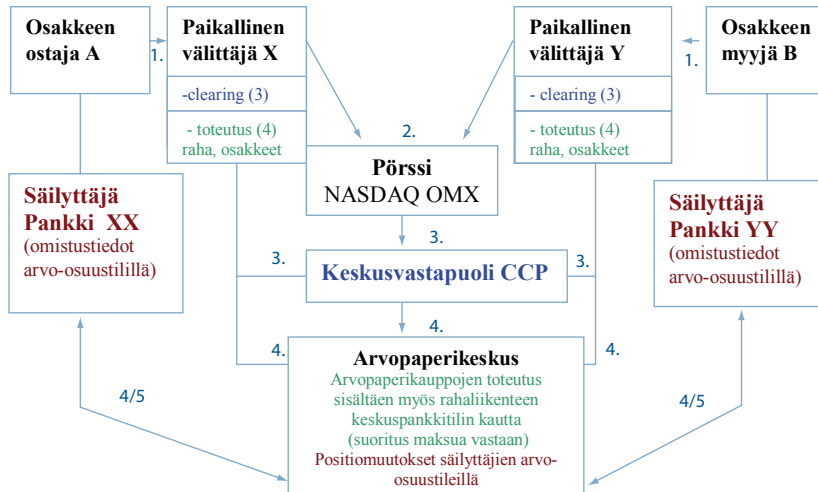
<sup>7</sup> Keskusvastapuoli turvaa oman toimintansa ottamalla vakuuksia osapuolilta.

<sup>8</sup> CCP-selvitykseen siirtymiseen on ollut vahvoja taloudellisia ja riskienhallintaan liittyviä argumentteja. Kaupankäynnin pirstaloituminen (uudet markkinapaikat) kuin myös uudet kaupankäyntimallit ja algoritmit muodostivat haasteen perinteiselle selvitykselle. Myös vastapuoliriskin korostunut merkitys, varsinkin Lehman Brothersin kaatumisen jälkeen, nosti tehokkaan selvityksen merkitystä. Markkinapaikkojen välinen kilpailu, jonka positiiviset vaikutukset Euroopassa näkyvät alentuneina kaupankäyntipalkkioina, on lisäksi johtanut siihen, että kaupanselvityksestä on tullut merkittävä osa kaupankäyntipalkkiota. CCP:eiden tuomat tehostumishyödyt, ja niiden välinen potentiaalinen kilpailu ovat johtaneet siihen, että kaupankäyntikulujen voidaan jatkossa odottaa laskevan lisää.

Euroclear-ryhmän yhteiselle toiminta-alustalle ja lisäksi liittyvänsä euroalueen keskuspankkien rakenteilla olevaan arvopaperikaupan selvitysjärjestelmään eli TARGET2-Securities-palveluun. Näiden myötä keskuspankkirahaselvityksen toteutustapa saattaa muuttua.

Jos kuvaa 4 haluaisi laajentaa kuvaamaan moniportaista järjestelmää, siihen tulisi lähinnä kaksi merkittävää eroa. Ensimmäinen koskee tiedonvälitystä keskusvastapuolelle ja arvopaperikeskukseen. Kun yksi puhtaasti kotimainen osakekauppa (kahden eri välittäjän asiakkaiden välillä) tuottaa yhden DVP- ja kaksi FOP-ilmoitusta kummankin kaupan vastapuolen välittäjiltä, niin moniportaisessa järjestelmässä toimiva säilyttäjä voi pitkälti nettouttaa asiakastilejään ja ainoastaan raportoida lajikohtaiset hallintarekisteröityjen osakkeiden nettomuutokset eteenpäin arvopaperikeskukselle, mikä sekä tehostaa toimintaa että pienentää arvopaperikeskukselle maksettavia selvityskuluja. Toinen ero liittyy siihen, että moniportaisessa järjestelmässä säilyttäjiä on tyypillisesti ketjussa useita, koska suuret ulkomaiset säilyttäjät voivat ”alihankkijoina” hyödyntää lähempänä markkinoita olevia säilyttäjäyhteisöjä, jolloin jokainen tiliporras ainoastaan kirjaa osakkeet tuntemansa tilinhoitajayhteisön nimiin.

**KUVA 4: Kotimaisen osakekaupan vaiheet**



1. Asiakas tekee toimeksiannon välittäjälle.
2. Kauppa toteutuu pörsissä.
3. Clearing eli kaupoista toteutuneiden veloitteiden määrittäminen:
  - o CCP tulee kaupan keskitetyksi vastapuoleksi heti kaupan toteutumisen jälkeen.
  - o CCP määrittää veloitteet ja ilmoittaa ne (netot) clearingosapuolelle (joka on välittäjä itse tai muu toimija, jolle välittäjä ulkoistanut clearingtoiminnon, tässä kuvassa välittäjä itse).
4. Settlement eli toteutus:
  - o CCP ilmoittaa selvitystä varten (arvopaperikeskuksen selvitysosapuolen roolissaan) selvitysohjeet arvopaperikeskukselle eli keneltä saa osakkeita/kenelle toimittaa rahaa vastaan
  - o Välittäjä (joka toimii tässä itse myös arvopaperikeskuksen selvitysosapuolena) ilmoittaa oman selvitysohjeensa CCP:ltä (kohdassa 3) saamiensa veloitteiden perusteella.
  - o Selvitysosapuoli vastaa, että rahat on toimitettu keskuspankkitilille selvitysjärjestelmän käyttöön ja osakkeet ovat saatavilla arvo-osuustilillä. Selvitysosapuoli hoitaa rahat keskuspankkitilille käyttämänsä pankin kautta (jos selvitysosapuolella ei ole pankkistusta).
  - o Toteutuksessa raha ja osakkeet vaihtavat omistajaa arvopaperikeskuksen selvitysjärjestelmässä, joka "hallinnoi" samaan aikaan sekä keskuspankkitilille toimitettuja rahoja että arvo-osuustileillä selvitykseen käytettävissä olevia osakkeita.
  - o Säilyttäjäpankki on tyypillisesti valtuuttanut kyseisen välittäjän asianomaisen asiakkaan arvo-osuustiliin liittyen, tai antaa luvan tapauskohtaisesti selvitystä varten.
5. Selvityksestä johtuvat muutokset rekisteröityvät arvo-osuustileillä selvityksen yhteydessä ja muutokset ovat raportoitavissa saman tien säilyttäjäpankeille (ja heiltä edelleen asiakkaalle).

## 2.5 Arvopaperien moniportaisen hallinnan sääntelystä

Arvopaperien moniportaisella hallinnalla tarkoitetaan järjestelmää, jossa arvo-osuuksia tai muita arvopaperitilejä ei pidetä eikä säilytetä omistajakohdaisesti arvopaperikeskuksen järjestelmässä, vaan arvopaperikeskuksen tai säilytysketjun osapuolten omista järjestelmissä.

Kun arvopaperien hallinta on kansainvälisesti yleensä moniportaista, arvopaperikaupan selvitystoimintaan liittyvissä rajat ylittävissä hankkeissa lähtökohtana ovat usein moniportaisen hallinnan toimintamallit. Muun muassa arvopaperikaupan keskusvastapuoliselvitys on usein tehokkaampaa, kun arvopaperien hallinta on moniportaista. Myös Euroopan keskuspankin TARGET2-Securities-selvityspalvelu nojautuu monilta osin arvopaperien moniportaisen hallinnan perusajatuksiin. Arvopaperien säilytys- ja selvitysjärjestelmien rajat ylittävä integraatio voidaan toteuttaa usein joustavimmin ja tehokkaimmin, jos arvopaperien hallinta ja sääntely on moniportaista. Suomessa päädyttiin ulkomaisten omistamien arvo-osuuksien osalta tähän lopputulokseen 1990-luvun alussa.

Arvopaperien moniportaisen hallinnan sääntelyllä pyritään edistämään oikeusvarmuutta, sijoittajien suojaa, pääomamarkkinoiden toimivuutta ja vahvistamaan kilpailukykyä sekä mahdollistamaan monipuolinen markkinalähtöinen rahoitushuolto. Tällä hetkellä Suomesta puuttuu sekä ulkomaisten omistajien hallintarekisteröityjen arvo-osuuksien että suomalaisten omistamien ulkomaisten arvopaperien kattava kansallinen lainsäädäntö. Suomalaisten omistamat ulkomaiset arvopaperit ovat yleensä hallintarekisteröityjä, ja suomalaista lainsäädäntöä tarvitaan erityisesti Suomessa toimivien luottolaitosten ja muiden sijoituspalveluyritysten sekä näiden asiakkaiden välisen oikeussuhteen varmistamiseksi.

Arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistuksessa on tavoitteena valmistella lakiehdotukset, joilla parannetaan arvopaperien säilytys- ja selvitystoimintaa sekä markkinapaikkoja koskevan sääntelyn luotettavuutta, toimivuutta ja kilpailukykyä valmistelemalla arvopaperipörssitoimintaa, monenkeskisen kaupankäynnin järjestämistä, arvopaperikaupan selvitystoimintaa, arvopaperikaupan keskusvastapuoliselvitystä eriyttäen velvoitteiden määrittämisen (*clearing*) ja toteuttamisen (*settlement*) sekä arvopaperien moniportaista hallintaa koskevat tarvittavat lainsäädäntömuutosehdotukset niin, että omistajakohtainen järjestelmä on vaihtoehto moniportaiselle järjestelmälle ja että sijoittajilla on valintamahdollisuus järjestelmien välillä.

Työryhmän toimeksianto sisältää ajatuksen, että osakkeiden hallintarekisteröinti olisi jatkossa mahdollista myös kotimaisille osakkeenomistajille. Arvo-osuusjärjestelmässä olevaa hallintarekisteröintiä ei ole perusteltua eikä mahdollista laajentaa suomalaisille sijoittajille (etenkään niin sanotuille yksityissijoittajille) ennen kuin on olemassa kattava ja riittävä kansallinen arvopaperien moniportaista hallintaa koskeva sääntely. Välillistä säilyttämistä koskevan lain

säännöksillä luotaisiin kattavat säännökset hallintarekisteröityjen arvo-osuuksien omaisuudenhoitotilin tilinhaltijan ja tämän asiakkaan sekä muiden oikeudenhaltijoiden väliseen oikeussuhteeseen.

Arvopaperien moniportainen hallinta ja välillinen säilytys poikkeavat monilta osin suorasta arvo-osuuksien rekisteröinnistä ja omistuksesta. Tämän johdosta säilyttäjän olisi ennen sopimuksen tekemistä selostettava ja annettava tilinhaltijalle sopimuksen ehdot sekä olennaiset tiedot säilyttäjästä, tarjottavasta palvelusta, sen vaikutuksista ja siihen liittyvistä riskeistä. Säännöksellä varmistetaan säilyttäjän riittävä tiedonantovelvollisuus asiakkaalle ja samalla tuetaan tavoitetta, että omistajakohtainen järjestelmä säilyy todellisena vaihtoehtona moniportaiselle järjestelmälle ja että sijoittajilla on valintamahdollisuus järjestelmien välillä.

Arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistusta valmisteltaessa on ollut lähtökohtana, että arvopaperien välillisestä säilyttämisestä säädettäisiin erillisessä laissa ja arvo-osuusjärjestelmässä pidettävistä tileistä ja luetteiloista säädettäisiin edelleen arvo-osuuslainsäädännössä. Laki arvopaperien välillisestä säilyttämisestä koskisi suomalaisten hallintarekisteröityjen arvo-osuuksien ja arvopaperien lisäksi ulkomaisia arvo-osuuksia ja arvopapereita. Lailla luotaisiin samalla säännökset arvo-osuusjärjestelmän ulkopuolella olevien kotimaisten fyysisten arvopaperien hallinnalle säilytyspankkien hoitamisissa yhteissäilytyksissä.

Arvo-osuuksien hallintarekisteröinnin laajentaminen vähentää omistuksen avoimuutta ja julkisuutta. Koska hallintarekisteröityjen osakkeenomistajien tiedot eivät ilmene osaksluetteloista, moniportaisen hallinnan sääntelyn muutosten yhteydessä on huolehdittava, että yhtiöiden mahdollisuudet saada tietoja osakkeenomistajistaan säilyvät toimivina. Arvopaperien moniportaisen hallinnan sääntelyn yhteydessä tulee samalla selvittää ja varmistaa, että Finanssivalvonnalla, rahanpesun estämistä valvovilla viranomaisilla ja veroviranomaisilla on toimivat ja riittävät tiedonsaantioikeudet ja valtuudet myös tilanteissa, joissa arvopapereita hallitaan sekä suomalaisissa että kansainvälisissä moniportaisissa ketjuissa.

Kansainvälinen UNIDROIT-yleissopimus/Geneven arvopaperikonventio edellyttää Suomelta jatkossa moniportaisuuslainsäädäntöä. EU:ssa valmistellaan parhaillaan arvopaperien hallintaan ja selvitystoimintaan liittyvää kattavaa sääntelyehdotusta. Tuleva EU-sääntelyehdotus saattaa sisältää liikkeeseenlaskijan oikeuden valita arvo-osuusjärjestelmä ja arvopaperikeskus, mutta ei todennäköisesti vaadi poistettavaksi nykyistä Suomen lainsäädännön suomalaisia osakkeenomistajia koskevaa hallintarekisteröinnin kieltä. Komission luonnokset näitä seikkoja koskevista EU-lainsäädäntöehdotuksista ovat saatavilla kesällä 2010.



## 3 Kansainvälinen vertailu

### 3.1 Tuleva EU-sääntely ja säilytystoiminnan markkinamuutokset

Euroopan komissio valmistelee yhdessä kansallisten asiantuntijoiden kanssa uutta arvopaperilakidirektiiviä (*Securities Law Directive, SLD*), jolla luodaan arvopaperien hallintaa koskeva sääntelykehikko ja pannaan täytäntöön vuonna 2009 sovittu Geneven arvopaperikonventio. Yleissopimus koskee säilyttäjäiden hallintaan liittyviä erityiskysymyksiä. Direktiiviehdotus saattaa sisältää säännöksiä siitä, sallitaanko liikkeeseenlaskijoille oikeus valita arvopaperijärjestelmä ja arvopaperikeskus.

Neuvottelujen kohteena on myös ns. markkinainfrastruktuuri-sääntelyehdotus (*European Market Infrastructures Legislation, EMIL*), jossa säädettäisiin mm. keskusvastapuoliselvityksen järjestämisestä sekä johdannaisilla että arvopapereilla. Sääntelyehdotuksessa käsitellään yhteistoimivuussopimuksille (*interoperability agreements*) asetettavia edellytyksiä, ilmoitusvelvollisuutta kauppatietorekisteriin ja niiden perustamista sekä ylläpitoa.

Euroopan keskuspankki valmistelee TARGET2-Securities-selvityspalvelun tarjoamista Euroopan talousalueen markkinoille. Tietojärjestelmä mahdollistaa arvopaperikauppojen selvityksen valtioiden rajan yli helposti ja kustannustehokkaasti keskuspankkirahassa. Palvelutarjonta alkanee näillä näkymin vuoden 2014 aikana.

Euroclear-konserni, joka toimii Suomessa, Ruotsissa, Isossa-Britanniassa ja Irlannissa, Ranskassa, Alankomaissa ja Belgiassa selvitysyhteisönä, laajentanee tili- ja rekisteröintipalvelunsa (*Single Platform*) Suomen ja Ruotsin markkinoille vuoden 2012 aikana.

Euroopan komissio valmistelee veroviranomaisten tietojenvaihtoa koskevia sääntelyehdotuksia.

### 3.2 Säilytysjärjestelmät

Arvopaperien *moniportaisella hallinnalla* tarkoitetaan yleensä järjestelmää, jossa arvopapereita ja arvo-osuustilejä ei säilytetä eikä pidetä omistajakohdaisesti arvopaperikeskuksen järjestelmässä, vaan arvopaperikeskuksen osapuolten järjestelmissä. Osapuolten asiakkaat, omaisuudenhoitajat säilyttävät asiakkaidensa arvopapereita osapuolten alakirjanpidossa. *Isossa-Britanniassa* arvopaperien omistus jaetaan useimmiten lailliseen ja varsinaiseen omistusoikeuteen. Säilyttäjäpankki tai vastaava laillinen omistaja (*legal owner*) säilyttää arvopapereita edun saavan omistajan (*beneficial owner*) lukuun. Laillinen omistusoikeus voi olla omistajarekisteriin merkityllä säilyttäjällä varsinaisen omistusoikeuden ollessa edun saavalla omistajalla.

*Suoran omistuksen* järjestelmässä arvo-osuuksia säilytetään ja pidetään omistajakohdaisesti arvopaperikeskuksen järjestelmässä. Suomessa on käytössä suoran omistuksen järjestelmä suomalaisille sijoittajille. Ulkomaisille sijoittajille on kuitenkin sallittu mahdollisuus hallintarekisteröintiin. Tällöin tilin omistajaksi merkitään hallintarekisterin hoitaja oikean omistajan sijaan. Suurin osa ulkomaisista sijoittajista käyttää hallintarekisteröinnin mahdollisuutta.

Niin sanottua *sekäjärjestelmää* käyttävissä maissa on sallittu sekä moniportaisen hallinnan että suoran omistuksen järjestelmän käyttö rinnakkain sekä kotimaisille että ulkomaisille sijoittajille. Suomen lisäksi esimerkiksi *Ruotsissa*, *Ranskassa*, *Tanskassa* ja *Isossa-Britanniassa* on käytössä sekäjärjestelmä.<sup>9</sup> Tanskassa suurin osa sijoittajista käyttää valinnan mahdollisuudesta huolimatta suoran omistuksen järjestelmää ja arvo-osuudet on kirjattu kansalliselle arvopaperikeskuksen ylläpitämälle tilille. Euroopan keskuspankin TARGET2-Securities-selvityspalvelun myötä Tanskan ennakoidaan siirtyvän aiempaa laajemmin arvopaperien moniportaiseen hallintaan.

Saksassa arvopaperien omistus perustuu joko yhden omistajan tai yhteisomistuksen periaatteelle siten, että sijoittaja on ainoa omistaja. Omistajuus ei siten jakaudu sijoittajan ja säilyttäjän välillä vastaavalla tavalla kuin common law -maissa (*legal owner – beneficial owner*). Fidusiariset sopimukseen perustuvat rahastojärjestelyt (*Treuhand*) ovat kuitenkin mahdollisia, jolloin edunvalvojaksi kutsuttu laillinen omistaja (*Treuhänder*) pitää omaisuuden rahastossa varsinaisen omistajan tai omistajien (*Treugeber*) lukuun. Osakeliitännäiset oikeudet ovat vain laillisen omistajan käytettävissä, jollei laillista omistajuutta siirretä edunsaajalle tai edunvalvoja ei valtuuta edunsaajaa käyttämään niitä.

<sup>9</sup> Norja päätyi selvityksessään 2005 suosittelemaan että hallintarekisteröintimahdollisuutta ei laajenneta kotimaisille sijoittajille (NOU 2005:13). Selvitys ei niinkään huomioinut taloudellisia vaikutuksia, vaan keskittyi painottamaan viranomaisten tiedonsaantimahdollisuuksia.



### 3.3 Säilytystoiminta

Arvo-osuusrekisterin pitäjä voi *Ruotsissa* antaa tilinhoitajayhteisöille oikeuden toimia hallintarekisteröityjen tilien tilinhoitajina. Hallintarekisteröidylle arvo-osuustilille kirjataan mm. tilinhoitajan nimi, yhteisötunnus ja osoite sekä tieto rahoitusvälineistä, joita säilytetään toisen lukuun. Ruotsin kansallisen arvopaperikeskuksena toimiva Euroclear Sweden AB voi vaatia hallintarekisteröinnin hoitajalta tietoja hallinnoimiensa osakkeiden osakkeenomistajista (nimi, osoite, henkilö- tai yritystunnus) sekä osakkeiden lajista ja määrästä. Tiedot tulee toimittaa arvopaperikeskuksen määrittämän ajan kuluessa. Valvontaviranomainen voi myöntää erityisestä syystä oikeuden poiketa ilmoitusvelvollisuudesta.

Arvo-osuustilille kirjatulla rahoitusvälineen omistajalla tai hallintarekisteröidyn tilin tilinhoitajalla on oikeus määrätä rahoitusvälineen käytöstä. Pantattua tai ulosmitattua rahoitusvälinettä ei saa hallintarekisteröidä ilman pantinhaltijan asianomaisen kruununvoudin suostumusta. Siirtomerkinnän rekisteröinnin jälkeen merkitsijän velkojia eivät sido muut oikeudet kuin sellaiset, jotka on rekisteröity ennen siirtoa. Jos rahoitusväline on siirretty usealle taholle, etusija on pääsääntöisesti ensin rekisteröidyllä merkinnällä.

*Tanskassa* sijoittajan täytyy antaa nimenomainen suostumus yhteistilin (*omnibus account*) käyttöön. Poikkeuksellisissa tilanteissa valvontaviranomainen voi myöntää luvan säilyttäjän ja asiakkaiden arvo-osuuksien säilytykseen samalla tilillä. Säilyttäjän on ylläpidettävä ajantasaista rekisteriä yhteistilillä olevista arvo-osuuksista. Arvopaperikeskus tarkistaa vähintään kerran viikossa säilyttäjän pitämän yhteistilin määrien vastaavuutta suhteessa liikkeeseenlaskijaan. Lisäksi tilintarkastajat ja sisäiset tarkastajat seuraavat, että säilyttäjä ylläpitää asiakkaiden ja omien varojen erottelua koskevaa rekisteriä asianmukaisesti. Säilyttäjä voi lain nojalla luovuttaa tietoja tietyissä tapauksissa Tanskan ja muiden valtioiden viranomaisille arvo-osuuksien omistajan henkilöllisyydestä ja arvo-osuuksista.

Arvo-osuudet merkitään *Ranskassa* pääsääntöisesti omistajan nimiin. Julkisen kaupankäynnin kohteena olevat arvo-osuudet merkitään kuitenkin rekisteröidyn välittäjän (*intermédiaire inscrit*) nimiin, jos omistajan kotipaikka ei ole Ranskassa. Rekisteröidyn välittäjän tulee säilyttäjänä (*teneur de compte conservateur*) tai arvopaperikeskuksena ilmoittaa hallintarekisteröinnistä arvo-osuustilin avauksen yhteydessä joko liikkeeseenlaskijalle tai valtuutetulle välittäjälle, jolle valvontaviranomainen on myöntänyt toimiluvan. Arvo-osuuksiin sijoittaneet käyttävät osakkeenomistajan oikeuksia käytännössä Euroclear France S.A:n kautta. Sijoittajan ja säilyttäjän välillä tehdään säilytys sopimus, jossa sovitaan tietojenvaihdosta.

Arvopaperien säilytysjärjestelmä rakentuu *Saksassa* niin sanotulle siilolle eli selvitys- ja säilytyspalveluja tarjoaa yksi yritys, Clearstream Banking AG Frankfurt, joka on Saksan lain mukainen arvopaperien talletuslaitos. Se säilyt-

tää arvopapereita osapuolten lukuun yhteissäilytyksessä (*Sammelverwahrung*). Kaikki talletuslaitoksen jäsenten hallussa olevat omat ja asiakkaiden arvopaperit talletetaan samaan säilytykseen ja kirjataan talletuspankin tietojärjestelmään. Tietojärjestelmässä säilytys on jaettu osapuolikohtaisiin arvopaperitileihin.

Yhteissäilytyksessä olevia arvopapereita koskevat omistajanvaihdokset ja muut esineoikeudelliset oikeusvaikutukset on lainsäädännössä liitetty arvopapereita säilyttävän pankin tekemään kirjaukseen. Pankkien on hankittava asiakkaan kirjallinen suostumus arvopaperien siirrolle yhteissäilytykseen. Osa sijoittajista huolehtii edelleen itse arvopapereistaan, mutta arvopaperien yhteissäilytys on kuitenkin kustannuksiltaan niin edullinen, että suurin osa arvopapereista on siirretty säilytettäväksi talletuslaitoksiin. Tallettajalla (*Hinterleger*), joka on antanut arvopapereitaan yhteissäilytykseen, on kappalemääräinen osuus oikeus yhteissäilytyksessä olevaan arvopaperimäärään.

Isossa-Britanniassa säilytystoiminnan harjoittaja on velvollinen tekemään asiakkaan kanssa säilytys sopimuksen edunsaajan henkilöllisyyden varmistamiseksi.

### 3.4 Osakkeenomistajan oikeudet ja liputusrajat

Osakkeenomistaja on velvollinen ilmoittamaan omistuksensa tietyt raja-arvot saavuttavista, ylittävistä tai alittavista äänimäärän tai osakepääoman muutoksista julkisen kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijalle ja valvontaviranomaiselle avoimuusdirektiivin<sup>10</sup> mukaisesti. Taulukkoon 1 on kerätty vertailutiedot Ruotsin, Tanskan, Ranskan, Saksan ja Ison-Britannian liputusrajoista suhteessa Suomeen.

*Ruotsissa* liikkeeseenlaskijan oikeus saada tietoa osakkeenomistajistaan on turvattu mm. arvopaperikeskukselle asetetulla velvollisuudella pitää välittäjien toimittamien tietojen perusteella listaa jokaisesta osakkeenomistajasta, joka omistaa enemmän kuin 500 osaketta liikkeeseenlaskijasta. Listan tulee olla yleisön saatavilla liikkeeseenlaskijan pääkonttorissa ja arvopaperikeskuksessa, ja se saa olla enintään kolme kuukautta vanha.

Osakkeenomistajan tulee rekisteröityä *Tanskassa* liikkeeseenlaskijan ylläpitämään osakerekisteriin osakkeenomistajan oikeuksien käyttämiseksi. Säilyttäjä ja arvo-osuuksien omistaja voivat sopia liikkeeseenlaskijan tekemien ilmoitusten, kuten yhtiökokouskutsun, toimittamisesta tiedoksi omistajalle sekä äänioikeuden käyttämisestä yhtiökokouksessa. Säilyttäjä siirtää ketjun kautta saamansa osingot osakkeenomistajan tilille. Jos osinkoja ei ole tilitetty säilyttäjälle täysimääräisesti, säilyttäjä voi tilittää ainoastaan vastaanottamansa summan.

<sup>10</sup> Direktiivi 2004/109/EY säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopaperien liikkeeseenlaskijoita koskeviin tietoihin liittyvien avoimuusvaatimusten yhdenmukaistamisesta ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta.

TAULUKKO 1, Osat A ja B. Liputusrajojen suuruus eri valtioissa.

Osa A Valtio/ Liputusraja (65 % asti)	3 %	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	30 %	33,33 %	50 %	55 %	60 %	65 %
Ruotsi <sup>11</sup>		x	x	x	x	x	x		x			
Tanska		x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Ranska		x	x <sup>12</sup>	x	x	x		x	x			
Saksa <sup>13</sup>	x	x	x	x	x	x	x		x			
Iso-Britannia	x <sup>14</sup>	x	x	x	x	x	x		x			
Suomi		x	x	x	x	x	x		x			

Osa B Valtio/ Liputusraja (66–100 %)	66,67 %	70 %	75 %	80 %	85 %	90 %	95 %	100 %	Ilmoitusaika kaupankäyntipäivissä
Ruotsi <sup>15</sup>	x					x		x	1 päivä
Tanska	x	x	x	x	x	x	x	x	4 päivää
Ranska	x					x	x	x	viisi päivää
Saksa <sup>16</sup>			x					x	välittömästi, viimeistään 4 päivän kuluessa
Iso-Britannia			x					x	4 päivää
Suomi	x								ilman aiheutonta viivästystä

- <sup>11</sup> Omistussuutta laskettaessa otetaan huomioon niin omissa nimissään omaan lukuun kuin omissa nimissään toisenkin lukuun hallinnoitavat osakkeet.
- <sup>12</sup> Osakkeenomistajan, jonka osuus ylittää 10 %:n tai 20 %:n rajan, tulee lisäksi antaa lausunto yhtiölle ja AMF:lle yhtiötä koskevista aikeistaan seuraavan 12 kuukauden ajanjakson aikana.
- <sup>13</sup> Liikkeeseenlaskijayhtiön tulee kolmen päivän sisällä liputusilmoituksen saatuaan julkistaa tieto sekä ilmoittaa tiedon julkaisemisesta valvontaviranomaiselle.
- <sup>14</sup> Jos kyseessä on Isossa-Britanniassa rekisteröity julkisen kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskija, liputusrajan alaraja on 3 prosenttia. Omistajan liputusraja kasvaa tällöin prosenttiyksiköittäin aina 100 prosenttiin asti. Ilmoitus on tehtävä kahden kaupankäyntipäivän kuluessa. Arvopaperien säilyttäjäillä tai hallintarekisteröinnin hoitajilla ei ole liputusvelvollisuutta, jos osakkeisiin liittyvien äänioikeuksien käyttäminen on mahdollista ainoastaan kirjallisten tai elektronisten ohjeiden mukaisesti.
- <sup>15</sup> Omistussuutta laskettaessa otetaan huomioon niin omissa nimissään omaan lukuun kuin omissa nimissään toisenkin lukuun hallinnoitavat osakkeet.
- <sup>16</sup> Liikkeeseenlaskijayhtiön tulee kolmen päivän sisällä liputusilmoituksen saatuaan julkistaa tieto sekä ilmoittaa tiedon julkaisemisesta valvontaviranomaiselle.

*Ranskassa* välittäjän tulee pyynnöstä ilmoittaa hallintarekisteröityjen arvo-osuuksien omistajan henkilöllisyys liikkeeseenlaskijalle ja toimittaa lista ulkomaisista omistajista. Omistajamerkintä tehdään edun saavan omistajan nimissä, jos kyseessä on ranskalainen sijoittaja tai yhteistilin ylläpitäjä. Rekisteröity välittäjä merkitään arvo-osuustilin omistajaksi, jos kyse on ulkomaisen sijoittajan arvo-osuuksista. Osa rekisteröidyistä välittäjistä tarjoaa tietoja hallintarekisteröidyn tilin taustalla olevista omistajista henkilöllisyyden selvittämistä koskevan prosessin tehostamiseksi. Ranskan mallin perusolettamus on, että säilytysketjussa pitää pystyä selvittämään arvo-osuuksien alkuperäinen omistaja riippumatta siitä, kuinka monta porrasta säilytysrakenteessa on ja ulotuuko se ulkomaille.

Säilyttäjien välillä ei ole Saksassa oikeudellista velvoitetta ilmoittaa kolmannen puolesta toimimisesta eikä tämän henkilöllisyydestä. Säilyttäjinä toimivien saksalaisten luotto- ja rahoituslaitosten, joilla on oikeus harjoittaa arvopaperivaihdantaa, tulee ilmoittaa tapahtumista sijoittajan tunnistamiseksi valvontaviranomaiselle.

Liikkeeseenlaskijoilla on mahdollisuus selvittää *Isossa-Britanniassa* arvo-osuustilille kirjattujen loppusijoittajien lisäksi osa hallintarekisteröidyn arvo-osuustilin takana olevista todellisista arvopaperien omistajista.

### 3.5 Säilyttäjän maksukyvyttömyys ja konkurssi

Säilyttäjän tulee yleensä vertailumaissa varmistaa, että asiakkaan varat säilytetään erillään omista varoista. *Ruotsissa* säilyttäjän ja asiakkaan varojen erilläänpitovelvollisuus suojaa asiakkaan varoja säilyttäjän konkurssin yhteydessä. Jokaisen asiakkaan varat on suojattu 250 000 Ruotsin kruunuun asti siltä varalta, että säilyttäjä syyllistyy petokseen tai laiminlyö varojen erilläänpitovelvollisuuden.

*Tanskassa* sijoittajalla on oikeus yhteis- tai hallintatilille kirjattuihin osuut-taan vastaaviin arvo-osuuksiin säilyttäjän ja arvopaperikeskuksen maksukyvyttömyystilanteissa, jos arvo-osuuksien omistuksesta ei ole tätä ennen epäselvyyttä. Yksittäisen sijoittajan arvopaperiomaisuus on suojattu aina 20 000 euroon asti selvitystilaan asettamispäivän markkina-arvosta.

*Ranskassa* valvontaviranomaisen sääntelyn mukaan tilinhoitajan on säilytettävä ja hoidettava arvo-osuuksia hyvin ja asianmukaisesti, vaikka käytännössä vastuuta voidaan rajoittaa sopimuksin. Säilyttäjän tulee varmistua siitä, että tilinhoitajan ja sijoittajan arvo-osuudet eivät sekoitu keskenään. Mahdollisissa katevajaus- ja maksukyvyttömyystilanteissa sijoittajien oikeudet pyritään toteuttamaan *pro rata* -menettelyä noudattaen. Yksittäinen sijoittaja saa suojaa arvo-osuuksilleen aina 70 000 euroon asti.

*Saksassa* tallettajalla ei ole suoraa esinekohtaista oikeutta tallettamiinsa arvopapereihin. Tätä oikeutta pidetään kuitenkin lain mukaan esineoikeutena,

joka on erotettava velvoiteoikeudellisista vaateista, joihin liittyy konkurssiriski. Kappalemääräinen osuus oikeus voidaan luovuttaa ja pantata vapaasti kuten arvopaperitodiste. Luovutukset ja panttaukset toteutetaan tilijärjestelmässä. Tallettaja voi vaatia osuus oikeutensa osoittaman arvopaperimäärän erottamista yhteissäilytyksestä itselleen, jolloin hänelle annetaan samaan arvopaperilajiin kuuluvia arvopapereita. Jos yhteissäilytyksessä ei ole kirjanpidon osoittamaa määrää arvopapereita, tallettaja voi kieltäytyä toimittamasta arvopapereita. Talletuslaitos vastaa arvopaperien vajauksista, jotka ovat syntyneet sen toiminnasta johtuvista syistä.

Arvopaperikeskuksen tai säilyttäjän pankin maksukyvyttömyystilanteessa sijoittajan varat jäävät konkurssipesän ulkopuolelle (ns. yhden omistajan periaate). Rahastojärjestelyn kohteena olevien arvopaperien edunsaajan oikeus on ensisijainen edunvalvojan lailliseen omistusoikeuteen nähden, jolloin edunsaajana olevalta sijoittajalla on ensisijainen oikeus myös säilyttäjän pankin velkoihin nähden eivätkä kyseiset varat ole osa säilyttäjän pankin konkurssipesää. Sijoittajansuoja on enintään 90 prosenttia sijoituksen arvosta ja joka tapauksessa korkeintaan 20 000 euroa.

*Issosa-Britanniassa* varat eivät kuulu säilyttäjän konkurssipesään, vaan sijoittajalla on yleensä oikeus vaatia arvopaperien toimittamista.

### 3.6 Veroviranomaisen tiedonsaantioikeus ja toimivaltuudet

*Ruotsalaiset* pankit, rahoitusyhtiöt ja vastaavat yhteisöt ovat velvollisia toimittamaan vuosi-ilmoituksen veroviranomaiselle. Ulkomaisten luottolaitosten, arvopaperiyhtiöiden ja vakuutusyhtiöiden, jotka harjoittavat liiketoimintaa Ruotsissa sivuliikettä perustamatta, tulee antaa valvontaviranomaiselle sitoumus vuosi-ilmoituksen toimittamisesta veroviranomaiselle.

Veroviranomaisella on verovelvollisuuden selvittämiseksi oikeus tietojen ja asiakirjojen saantiin niin verovelvolliselta kuin kolmanneltakin. Veroviranomaisella on myös oikeus henkilökohtaiseen käyntiin tai verotarkastukseen tietojen oikeellisuuden tarkastamiseksi. Suomesta poiketen veroviranomaisilla on mahdollisuus tehdä vertailutietotarkastuksia myös luottolaitoksiin.

Ruotsissa osinkojen lähdeveromenettely perustuu Suomen tapaan lopullisen lähdeveron järjestelmään, jossa osingonmaksajalla on oikeus soveltaa suoraan verosopimuksesta ilmenevää alempaa verokantaa.

Veroviranomaiselle toimitetaan *Tanskassa* vuosittain tieto sijoittajien arvo-osuustilille kirjattujen arvo-osuuksien sisällöstä ja määrästä. Tilinomistajan tulee antaa säilyttäjälle tiedot nimestään, osoitteestaan ja henkilö- tai yhteisötunnuksesta.

Säilyttäjä tilittää liikkeeseenlaskijan maksamat osingot veroista vähennettynä arvo-osuuden omistajan arvo-osuustilille. Kahdenkertaista verotusta kos-

kevien sopimusten mukaan Tanska verottaa Værdipapircentralen A/S:ssa kirjattujen arvopaperien omistajia alemman verokannan mukaan. Pohjoismaita koskevan verosopimuksen nojalla veroviranomaiset toimittavat vuosittain sopimusvaltion verovelvollisia koskevia tietoja, kuten osakeyhtiöiden ja muiden oikeushenkilöiden jakamasta voitosta. Veroviranomaiset voivat verosopimuksen mukaan sopia laajasti tulojen ja varojen jakoa koskevien tietojen vaihdosta.

*Ranskassa* henkilön, yhteisön tai muun julkisen organisaation, jonka toimialaan kuuluu arvopaperien, rahoitusvälineiden tai käteisen vastaanottaminen, tulee ilmoittaa veroviranomaisille tällaisen tilin avaamisesta. Osinko-, korkotai muita vastaavanlaisia tuloja maksaneet yhteisöt ovat velvollisia laatimaan veroilmoituksen vuosittain ja ilmoittamaan mm. edunsaajan nimen ja osoitteen.

Veroviranomaisilla on tiedonsaantioikeus kaikesta sellaisesta tiedosta, jolla voi olla merkitystä verotuksen kannalta. Tiedonsaantioikeus ulottuu verovelvollisen lisäksi myös kolmanteen ja valtion muihin viranomaisiin. Verotuksellisesti merkityksellisen tiedon hankkimiseksi veroviranomaisella on pääsy myös verovelvollisen toimitiloihin sekä etsintäluvan perusteella myös asuntoon. Pankit ovat velvollisia vuosittain antamaan veroviranomaiselle kehotuksesta oma-aloitteisesti tietoja vähintäänkin talletusten saldoista eikä veroviranomaisen oikeutta pyynnöstä saada pankeilta talletuksia koskevia tietoja ole lainkaan rajoitettu. Veroviranomaisen ja pankin tietojenvaihto on mahdollistettu elektronisella yhteydellä.

Ranskan osinkojen lähdeveromenettely perustuu Suomen tapaan lopullisen lähdeveron järjestelmään, jossa osingonmaksajalla on oikeus soveltaa suoraan verosopimuksesta ilmenevää alemmaa verokantaa.

*Saksalaisten* pankkien yleisten sopimusehtojen mukaan saksalainen säilyttäjäpankki ei saa luovuttaa asiakkaisiinsa liittyviä tietoja ilman laissa säädettyä velvoitetta tai asiakkaan suostumusta. Luottolaitoksilla on tietyissä tilanteissa laissa asetettu velvollisuus antaa arvopaperien vaihdantaan ja omistuksiin liittyviä tietoja veroviranomaisille. Säilyttäjänä toimivan tilinhoitajan tulee hankkia tilinomistajan henkilö- ja osoitetiedot sekä säilyttää ne asianmukaisesti, jotta hän pystyy aina varmistumaan ja antamaan tiedon siitä, kuka on varsinainen omistaja. Veroviranomaisella on myös oikeus pyynnöstä saada tietoja nimettyjen henkilöiden talletuksista.

Saksan yhtiölainsäädäntö ei edellytä, että säilyttäjäpankin tai arvopaperikeskuksen tulisi paljastaa asiakkaana olevan saksalaisen yhtiön osakkeenomistajan henkilöllisyys. Säilyttäjäpankin tulee rekisteröityä laissa edellytetyllä tavalla, jos asiakas kieltäytyy rekisteröitymästä osakerekisteriin. Arvopaperikaupan erityisehtojen mukaan säilyttäjäpankki voi ilmoittaa asiakkaidensa henkilöllisyyden ulkomaiselle yhtiölle, jolla on oikeus soveltuvan ulkomaisen lainsäädännön mukaan pyytää osakkeidensa rekisteröityä omistajaa ilmoittamaan edun saava omistaja. Säilyttäjäpankin tulee kuitenkin ilmoittaa tällaisesta pyynnöstä asiakkaalleen ennen pyyntöön suostumista.

Saksan osinkojen lähdeveromenettely perustuu Suomesta poiketen pääasiallisesti ns. palautusjärjestelmään, jossa ulkomaille maksettaviin osinkoihin sovelletaan maan sisäistä verokantaa, joka voidaan alentaa hakemusteitse jälkikäteen verosopimuksen edellyttämälle tasolle. Kustannustehokkuussyistä voidaan kuitenkin soveltaa myös pikapalautusjärjestelmää, jossa veronpalautusta voi hakea ennen kuin perityt verot on tilitettävä veronsaajalle tai liikaa suoritettu vero voidaan kuitata myöhemmin tilitettävistä veroista.

*Isossa-Britanniassa* veroviranomaisella on laajat tiedonsaantioikeudet sekä verovelvolliselta itseltään että kolmannelta. Kolmansiin kohdistuva tietojensaantioikeus on mahdollista vain henkilöittäin, jolloin veroviranomainen voi perustaa pyyntönsä vain tiettyyn henkilöön liittyviin tietoihin, ellei verotuksen valitustuomioistuimella toisin päättä. Tietojen saaminen kolmannelta edellyttää lisäksi verovelvollisen tai valitustuomioistuimen luvan. Jos henkilöllisyys ei ole tiedossa, tiedonsaantioikeus voi syntyä silloin, kun sitä voidaan kohtuudella edellyttää tuntemattoman henkilön tai henkilöryhmän tuntemattomien henkilöiden verovelvollisuuden selvittämiseksi. Luvan saaminen valitustuomioistuimelta edellyttää lisäksi, että on riittävää aihetta epäillä verolainsäädännön laiminlyöntiä, josta todennäköisesti aiheutuu vakavaa vahinkoa veron toimitamiselle tai keräämiselle, ja tietoa ei ole helposti saatavilla jostakin muusta lähteestä. Veroviranomaisella on tässä tarkoituksessa oikeus tarkastaa henkilön toimitilat sekä liiketilaan liittyvät omaisuus ja asiakirjat.

Veroviranomaisella on myös tiedonsaanti- ja tarkastusoikeus arvopaperikauppaan liitännäistä toimintaa harjoittavan kaikkiin suoraan tai epäsuoraan liittyviin asiakirjoihin. Tämä koskee myös arvopaperivälittäjiä. Muun henkilön kuin arvopaperinvälittäjän tulee veroviranomaisen pyynnöstä ilmoittaa, onko arvopaperikauppaan liitännäinen maksu kokonaan tai osittain otettu vastaan kolmannen puolesta tai maksuksi kolmannelle, sekä tällaisessa tapauksessa ilmoittaa kolmannen henkilön nimi ja osoite. Henkilö, jonka nimiin arvosuudet on rekisteröity, on myös velvollinen pyynnöstä ilmoittamaan arvosuoksien varsinaisen omistajan sekä tämän nimi- ja osoitetiedot.





## 4 Moniportaisuuden vaikutuksista: Välittäjät ja säilytyspankit

### 4.1 Välittäjien selvityskustannukset nykyjärjestelmässä

Osakekaupan ketjua nykyjärjestelmässä kuvattiin luvun 2 kuvassa 4. Keskeisin viimeaikainen muutos selvitysketjussa on keskusvastapuolen (CCP:n) mukaantulo NASDAQ OMX:n osakemarkkinoille. Keskusvastapuolen hyödyt koituvat siitä, että etenkin välittäjät, joiden ulkomaisten asiakkaiden osakkeet on hallintarekisteröity, voivat nettouttaa asiakaskauppojaan ja välittää yhden arvo-osuuslajikohtaisen nettotapahtuman ja -muutoksen CCP:lle ja edelleen arvopaperikeskukselle eli APK:lle (Euroclear Finland, EFi). Tämä pienentää selvitystapahtumien lukumäärää ja tehostaa toimintaa, mikä alentaa selvitys- ja kaupankäyntikustannuksia.

Suomalaiset sijoittajat eivät nykyjärjestelmässä voi omistaa suomalaisia osakkeita hallintarekisterin kautta, vaan ainoastaan APK:n ylläpitämän arvo-osuusrekisterin kautta. Suomalaisten asiakkaiden osakekauppoja hoitaville välittäjille CCP ei nykytilanteessa tuo vastaavaa hyötyä, koska kauppatapahtumat on asiakaskohtaisesti kirjattava APK:ssa oleville arvo-osuustileille. Tällöin CCP pienentää asiakastapahtumien määrää, kun samalla asiakkaalla on samana päivänä selvitettävänä osto- että myyntitapahtumia. Voidaan sanoa, että hyöty CCP:n markkinoille tulosta ja sen selvitysjärjestelmää tehostavasta toiminnasta ei ilman moniportaisuutta kohdistu vastaavalla tavalla kotimaisien osakkeenomistajien transaktioista huolehtiville välittäjille ja näiden asiakkaille. Koska kaupankäynnin kustannukset kumuloituvat viime kädessä välittäjille, listayhtiöille sekä yksittäisille sijoittajille kaupankäyntikuluina, voidaan sanoa, että vaikka Euroclearin hinnasto olisi pysynyt muuttumattomana CCP:n tulon jälkeen, CCP:n tulo ei olisi vastaavalla tavalla hyödyttänyt kotimaisia sijoittajia, vaan ainoastaan ulkomaisia, moniportaisessa järjestelmässä toimivia välittäjiä ja omistajia. Täysi hyöty CCP:stä saataisiin ainoastaan moniportaisessa järjestelmässä.

Edellä arvioitiin CCP:n vaikutuksia tapahtumamäärään olettaen, että välittäjien APK-maksut olisivat pysyneet entisinä. CCP:n tulo markkinoille johti kuitenkin ulkomaisten välittäjien tapahtumamäärien suureen pudotukseen tehokkaamman nettouttamisen johdosta, ja se on nostanut joitakin Euroclearin palveluhintoja<sup>17</sup>. Seuraavaksi tarkastellaan tarkemmin nykytilannetta, jossa CCP on mukana markkinatoimijana, mutta suomalaisten sijoittajien omistamat suomalaiset osakkeet eivät ole moniportaaisessa järjestelmässä.

Kuva 5 kuvaa neljää eri kaupankäyntitilannetta ja niihin liittyviä DVP- ja FOP-tapahtumien kappalemääriä. Taulukko 2 kuvaa puolestaan DVP- ja FOP-tapahtumien hintaa Euroclearin maaliskuussa 2010 (9.3.2010) saatavilla olevan hinnaston mukaan.

**TAULUKKO 2. DVP- ja FOP- tapahtumien ja niihin tyypillisesti liittyvien muiden maksujen ja status-kyselyjen määrä ja hinta (maaliskuun 2010 Euroclearin hinnaston mukaisesti)<sup>18</sup>.**

Euroclear hinnaston (9.3.2010) mukaiset hinnat:	
<b>DVP:</b>	€
Selvitystapahtuma	0,68
Tapahtuman täsmäytys	0,07
Status kysely (0,039 €) 3x 0,039	0,117
AO Rekisterikirjaus	0,18
<b>YHTEENSÄ</b>	<b>1,047 €</b>
<b>FOP:</b>	€
Selvitystapahtuma	0,12
Tapahtuman täsmäytys	0,07
Status kysely (0,039 €) 3x 0,039	0,117
AO Rekisterikirjaus	0,18
<b>YHTEENSÄ</b>	<b>0,487 €</b>

Tapahtuman (tupla) täsmäytysmaksun voi välttää lähettämällä tapahtuman molemmat osat samassa sanomassa täsmäytettynä tai syöttää selvitysohjeen täsmäytettynä käyttöliittymästä; FOP-selvityksen maksu on tällöin 0,452 € (0,417 €).

<sup>17</sup> Keskusvastapuoliselvityksen nettoutuksen tehostamisvaikutus voi nousta yli 95 %:iin, eli sataa tekemäänsä kauppaa kohti osapuolet selvittävät arvopaperikeskuksessa keskimäärin alle viisi tapahtumaa. Suuri pudotus selvitystapahtumien kokonaismäärässä (arviolta n. 70 % Euroclearissa) johtuu vieläkin suuremmasta pudotuksesta juuri ulkomaisten välittäjien tekemien DVP- ja FOP-selvitysten ja niihin liittyvien rekisterikirjauksien ja statuskyselyiden määrässä, sillä välittäjien täytyy viedä kotimaisten omistajien kotimaiset osakekaupat entisellä tavalla APK:hon. Koska tapahtumien määrä APK:ssa laski merkittävästi ja koska alalla on korkeat kiinteät kustannukset ja/tai APK:lla halu puolustaa tiettyä kannattavuustasoa, johti CCP:n markkinoille tulo myös selvityshintojen ja hintarakenteen merkittävään muutokseen.

<sup>18</sup> Euroclear Finlandin selvitysmaksut ovat tämän selvitysehtävän aikana koko ajan eläneet, joten raportti ei välttämättä tarjoa täysin ajanmukaista tilannetta suhteessa valmistemis-hetkeensä. On myös syytä korostaa sitä, että eri välittäjien kustannukset poikkeavat jossain määrin toisistaan järjestelmäerojen vuoksi; toiset onnistuvat esim. muita tehokkaammin hyödyntämään yhdistettyjä täsmäytysmaksuja ja minimoimaan statuskyselyjä. Tässä esimerkissä on oletettu, että statuskyselyjä on 3 kpl per DVP- ja FOP-selvitys.

Kuten kuva 5 osoittaa, on suomalaisten eli muutoin kuin moniportaisessa järjestelmässä hallittujen osakkeiden selvitys nykytilanteessa huomattavasti monivaiheisempaa kuin hallintarekisterissä olevien. Tyypillinen tilanne kahden eri välittäjän asiakkaiden kauppojen välillä (kuva 5, C-kohta) johtaa yhteen DVP- ja kahteen FOP-transaktioon per välittäjä ja taulukon mukaisten hintojen perusteella siis yhteensä noin 4,042 euron yhteenlaskettuihin välittäjämaksuihin. Hallintarekisterissä kauppvoja selvittävät sen sijaan selviävät joko täysin ilman vastaavia kustannuksia (kuva 5, B-kohta) tai yhdellä DVP-kustannuksella per välittäjä, eli yhteensä noin 2,094 euron kustannuksella. Lisäksi tulee huomata, että jos CCP:n myötä nettoutetaan keskimäärin esim. 90 % transaktioista, eli vain 10 % johtaa DVP:hen, tulisi hallintarekisteröidyille transaktioille keskikustannukseksi vain 0,2094 euroa. Esimerkki osoittaa että kotimaisen arvopaperikaupan kustannukset ovat parhaimmillaankin noin puolet hallintarekisterin kautta tapahtuvaa kaupankäyntiä kalliimpia, ja keskimäärin huomattavasti kalliimmat.<sup>19</sup>

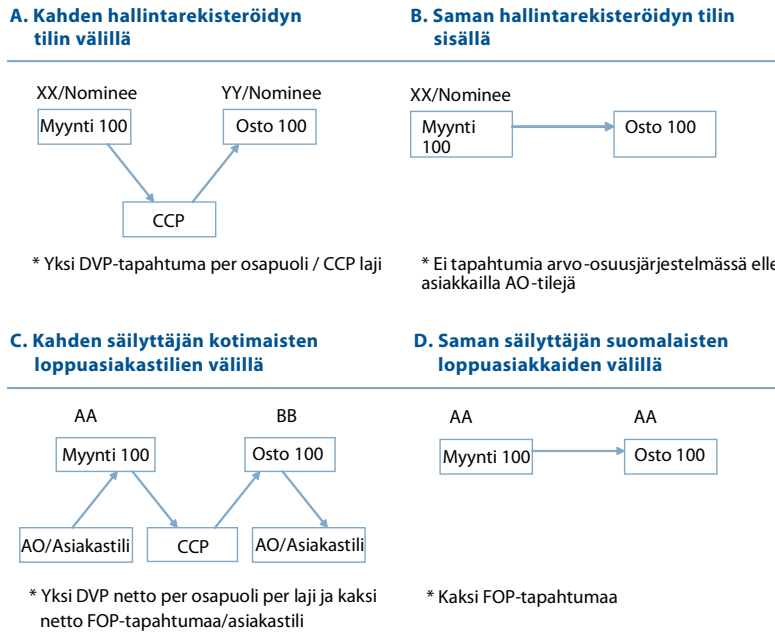
Kustannukset kotimaisille sijoittajille EFi:n uuden hintaluettelon mukaan ovat huomattavan korkeat verrattuna keskimääräisiin kustannuksiin Euroopassa.<sup>20</sup> Jos 4,042 euroa jakaa osapuolien välillä (maksuthan olivat 1 DVP:tä ja 2 FOP:tä per osapuoli/asiakastili), saadaan osapuolikohtaiseksi hinnaksi 2,021 euroa per transaktio. Oxeran (2009) raportissa analysoidaan mm. keskimääräisiä ”clearing” ja ”settlement” kustannuksia Euroopassa (18 rahoituskeskuksessa). Koska tutkimus toteutettiin kyselytutkimuksena, tulokset raportoitiin vastaajaryhmäkohtaisesti. Institutionaalisilta välittäjiltä saadun tiedon pohjalta selvityskustannuksiksi saatiin keskimäärin 0,43 euroa/transaktio silloin, kun he käyttivät suoraan APK:ta eivätkä toista hoitajaa. Arvopaperikeskuksilta saatujen vastausten mukaan keskimääräiset ”clearing”- ja ”settlement”-kustannukset osakekaupassa olivat 0,52 euroa vuonna 2006, ja 0,51 euroa vuonna 2008. Kun verrattiin arvopaperikeskusten ”clearing”- ja ”settlement”-kustannuksia kotimaisessa ja rajat ylittävässä osakekaupassa, saatiin kotimaisiksi kustannuksiksi 0,35 (0,25) euroa per transaktio vuonna 2006 (2008) ja rajat ylittävässä kaupassa 2,33 (2,88) euroa vuonna 2006 (2008). Näihin lukuihin verrattuna EFi:n nyt kotimaisessa, arvo-osuusrekisterin yli välittyvässä osakekaupassa perimät

<sup>19</sup> Ero entiseen käy ilmi, kun vertaa Niemeläisen (2008) tuloksiin APK:n aiemman hintaluettelon mukaan, siis ennen CCP:n tuloa. Silloin selvitys- ja rekisteröintikulukuksi saatiin 0,537 euroa per tapahtuma. Tällöin sekä hallintarekisteröidyt että arvo-osuusrekisteröidyt maksoivat saman maksun.

<sup>20</sup> Puhumattakaan USA:sta, jossa selvityskustannusten on havaittu olevan Eurooppaa alhaisemmat, katso esim. Lannoo ja Levin (2001) ja Schmiedel, Malkamäki ja Tarkka (2006). Euroopan sisällä jälkimmäisten mukaan Ison-Britannian selvitystoiminto oli kustannustehokkuuden kärjessä, kun taas Suomen APK oli loppupäässä. Puhtaissa selvityshintaver tailuissa mm. Clearstream International (2002) myös dokumentoi huomattavan hintaeron eurooppalaisten maiden ja USA:n välillä selvityskuluissa USA:n eduksi.

kustannukset ovat noin nelinkertaiset tai korkeammat, kun sen sijaan hallintarekisteröidyn transaktion keskikustannus on lähellä eurooppalaista ”kotimaisen” transaktion keskiarvoa.<sup>21</sup>

### KUVA 5: Suomalaisen osakkeen DVP- ja FOP-selvitykset arvo-osuusjärjestelmään eri kaupantekotilanteissa



- A) Osapuolet selvittävät EFi:ssä CCP:tä vastaan nettotapahtumia. EFi:n arvio tammikuun 2010 aineiston perusteella on, että yhdessä CCP-selvitystapahtumassa selviää keskimäärin ainakin yli 30 kauppaa (NOMX Helsinki ja CHI-X kauppaja).

<sup>21</sup> Tilanne kärjistyy lisäksi silloin, kun suomalainen sijoittaja haluaisi ostaa sellaisen suomalaisen yhtiön osakkeita, joka ei ole listautunut kotimaisessa pörssissä, mutta on listautunut ulkomailla. Niemeläinen (2008) kuvaa ”Case Talvivaaraa” (Kauppalehden 25.6.2007 tietoja käyttäen) ja raportoi sijoituksen kustannuksiksi vähintään 168,19 euroa, kun vastaavaan ulkomaiseen, Lontoossa listattuun osakkeeseen sijoittamisen kulut olisivat vähintään 43 euroa.

Siten voidaan todeta, että CCP:n markkinoille tulo on moniportaisuuden ansiosta hyödyttänyt lähinnä vain ulkomaisia sijoittajia<sup>22</sup>, kun taas arvo-osuusrekisteriin liittyvät selvityskustannukset ovat entistä suuremmassa määrin kaatuneet kotimaisten, ei vielä moniportaisessa järjestelmässä toimivien välittäjien ja näiden asiakkaiden maksettavaksi. Suomalaiset loppuasiakkaat eivät ole vastaavasti päässeet hyötymään CCP:n tehostavasta vaikutuksesta alentuneiden kustannusten kautta. Kokonaistaloudellisesti kustannusten jakautuminen APK:n ja säilyttäjäpankkien välillä on luonnollisesti nollasummapieliä. Jos tehostamisesta koitua kustannushyöty voisi laskea loppuasiakkaiden tapahtumakustannuksia ja mahdollisesti yritysten pääomakustannuksia, kyseessä voisi olla merkittäväkin kokonaistaloudellinen hyöty, joka ei nyt siis ole toteutunut.

## 4.2 Moniportaisen järjestelmän vaikutukset selvityskustannuksiin

Mahdollinen moniportainen hallinta kotimaisten omistamille suomalaisille osakkeille vaikuttaisi välittäjien kustannuksiin ennen kaikkea näiden selvitysmaksujen ja kilpailutilanteen kautta. Analysoin näistä ensin suoriin selvityskustannuksiin kohdentuvia vaikutuksia.

### 4.2.1 Moniportaisen järjestelmän vaikutukset selvityskustannuksiin

Mahdollisen moniportaisen järjestelmän vaikutuksia voi tarkastella vertaamalla nykytilaa siihen hypoteettiseen tilanteeseen, jossa suomalaisetkin osakkeet olisivat moniportaisessa järjestelmässä ja jossa molemmilla säilyttäjäillä olisi samat säilytyskulut. Esimerkissä oletetaan lisäksi, että molemmilla olisi sama kustannusrakenne.

Kuva 6 kuvaa tilannetta nykyjärjestelmässä. Kuva pohjautuu osittain eri oleuksiin kuin edellinen kuva 5, jossa näkyy vaadittavien sanomien ja kirjauksien määrä. On perusteltua esittää vähäisesti eroava tilanne, koska kaikkien kotimaisten säilyttäjäjärjestelmät eivät ole identtisiä, ja toisille koituu useampia sanomalähetyksiä ja niistä aiheutuvia maksuja.<sup>23</sup> Koska CCP:n tulon myötä selvitystapahtumat laskivat merkittävästi, ja moniportaisessa järjestelmässä olevien

<sup>22</sup> Eräs arvio on, että CCP:n tulon myötä hallintarekisteröidylle tilille kirjattavien pörssikauppojen osalta kustannus laski noin 1/10 osaan entiseltä tasoltaan netouttamisen ansiosta. On myös arvioitu, että Euroclear Finlandin 1.4.2010 alkavaksi aiotun hintalistan mukaan asiakastilille kirjattavien kotimaisten pörssikauppojen osalta selvityskustannus nousisi noin 58,2 %.

<sup>23</sup> Tässä on oletettu, että yhteen DVP- ja FOP-selvitykseen liittyy neljä sanomaa, kun edellä oletettiin olevan kolme. Ero liittyy siihen, minkälaista järjestelmää selvitysosapuoli käyttää (vanhoja HC-sanomia vai uusia ISO-sanomia). FOP-selvityksen oletuksissa on muitakin eroja.

kohdalla pudotusta on arvioitu olleen ainakin noin 90 % (eli kymmenesosaan entisestä), on esimerkki rakennettu siten, että kotimaisilla säilyttäjiillä on 10 asiakastiliä, jotka kaikki ovat arvo-osuusjärjestelmässä, ja ulkomaisella on 10 asiakastiliä, jotka nettoutetaan, ja vain nettomuutokset raportoidaan arvopaperilajikohtaisesti eteenpäin. Esimerkissä on oletettu, että ulkomaalaiset myyvät tiettyä osaketta ja kotimaiset, saman säilyttäjän asiakkaat (10 kpl) ovat netto-ostajina. DVP-tapahtumia kertyy vain yksi kummallekin, koska ulkomaisen hallintarekisterin pitäjä toimii yhtenä myyjänä, ja kotimainen säilyttäjä voi myös yhdistää omien asiakkaidensa varsinaiset maksut yhteen DVP-tapahtumaan. FOP-tapahtumia kertyy kuitenkin kotimaiselle säilyttäjälle sama määrä kuin varsinaiseen transaktioon osallistuvien asiakkaiden asiakastilien määrä arvo-osuusjärjestelmässä.

Kuten kuvassa 6 näkyy, seuraisi kotimaisten omistajien osakkeita säilyttävälle kymmenestä asiakastransaktiosta FOP-selvityskuluja yhteensä kymmenkertainen määrä suhteessa ulkomaiseen, hallintarekisteriä ylläpitävään säilyttäjään. Esimerkki näyttää selvästi, miten suoran omistuksen järjestelmässä oleville on huomattavasti korkeammat selvityskustannukset. Jos myös suomalaisten omistamat osakkeet olisivat moniportaisessa järjestelmässä ja selvityskustannukset eli FOP- ja DVP-tapahtumien hinnat, samoin kuin muiden rekisterikirjausten hinnat, olisivat samat kuin kuvassa 6, tilanne olisi symmetrinen eli kustannukset kotimaisten ja ulkomaisten sijoittajien osakekauppojen selvityksistä olisivat samat, kuten kuva 7 osoittaa.<sup>24</sup>

Edellä oleva esimerkki ei huomioi sitä, että moniportaiseen hallintajärjestelmään siirtyminen johtaisi pakostakin kustannusten erilaiseen kohdentumiseen. Finanssialan Keskusliitto (FK) on toimeenpannut jäsentensä parissa selvityksen, jonka tarkoituksena on arvioida kaikkia merkittävimpiä kustannusvaikutuksia (niin negatiivisia kuin positiivisia), jotka moniportaiseen hallintajärjestelmään siirtyminen aiheuttaisi.

Moniportaisuuteen siirtymiseen liittyviä merkittävimpiä välittäjäkohtaisia vaikutuksia ovat mm:

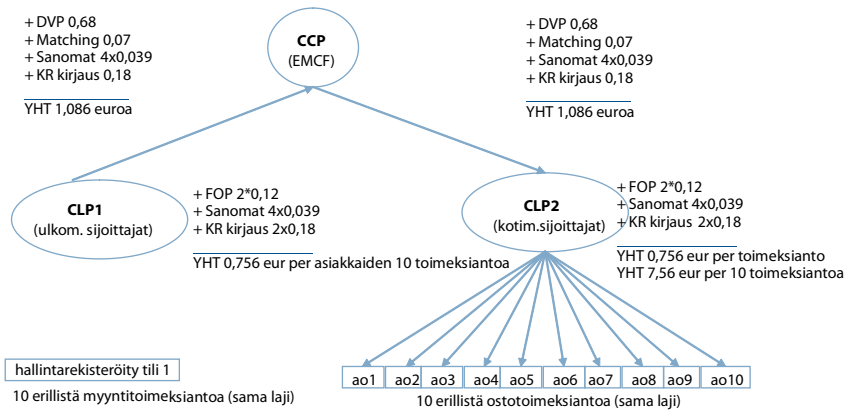
- mahdolliset investointikustannukset omiin järjestelmiin,
- arvioitu vaikutus APK:lle maksettaviin selvityspalkkioihin ja
- vaikutus sisäisiin prosessointikustannuksiin.

Investointikustannusten osalta jäsenten on pyydetty arvioimaan moniportaisuuteen mahdollisesti liittyvä lisäkustannus erillisenä tekijänä esimerkiksi T2S-muutoksiin nähden. Vaikutus EFile maksettaviin maksuihin on vaikeasti

<sup>24</sup> Oletus samoista kustannuksista ei kuitenkaan ole realistinen, koska APK:hon asti saapuvien kirjausten määrä pienenesi, mikä puolestaan johtaisi kiinteiden selvityskustannusten (tietojärjestelmät ym.) vyöryttämistä pienemmälle tapahtumamäärälle, mikä taas nostaisi tapahtumakohtaista hintaa.

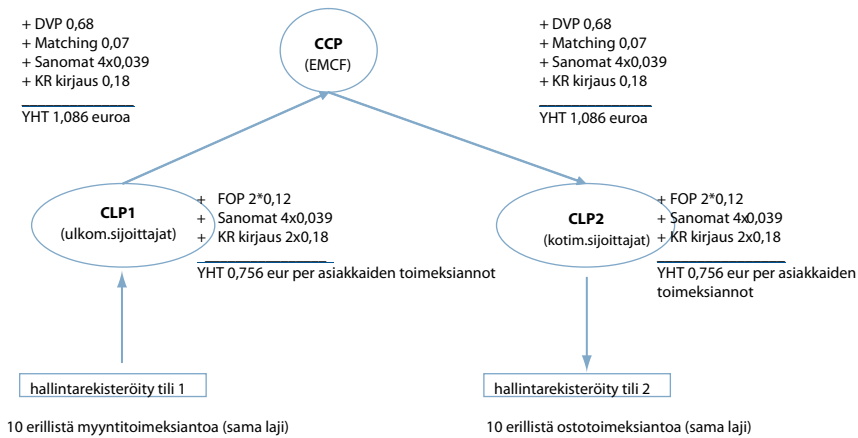
arvioitava tekijä, koska tällaisesta muutoksesta seuraavaa Euroclearin hinnanmuutosta on vaikea arvioida. Samoin on vaikea arvioida, kuinka suuri osa suomalaisista tiliasiakkaista siirtyisi moniportaiseen järjestelmään. FK:n jäsenet ovat tehneet arvionsa olettaen, a) että niin varsinaiset kaupantekovolyymit kuin APK:n hinnat pysyisivät nykyisellään, b) että moniportaisessa uudistuksessa mahdollistettaisiin kaikille tilityypeille kaupintatilejä lukuun ottamatta moniportainen rakenne c) sekä käyttäen omaa arviotaan, siitä kuinka suuri osa asiakkaista siirtyisi moniportaiseen järjestelmään sen aloitusvaiheessa. Näistä oletus a todennäköisesti yliarvioi hyötyjä<sup>25</sup>, kun taas oletus c aliarvioi siirtymävaiheen jälkeen moniportaisessa järjestelmässä olevia tilejä ja siten järjestelmähyötyjä.

### KUVA 6: Selvitysmaksut kymmenelle asiakastransaktiolle hallintarekisterissä suhteessa suorien kontra arvo-osuustilien kanssa



<sup>25</sup> Tapahtumamäärän romahtaessa on todennäköistä, että APK nostaa hintojaan, varsinkin mikäli Suomen markkinoille ei ole tullut kilpailevia arvo-osuusrekisterin pitäjiä.

**KUVA 7: Selvitysmaksut, jos kaikki asiakkaat olisivat moniportaisessa järjestelmässä ja selvityshinnat samat kuin kuvassa 5.**



FK:n selvitykseen tuli vastauksia yhteensä 7 välittäjältä/säilyttäjältä. Tuloksia raportoidaan tiivistetyssä muodossa taulukossa 3.

**TAULUKKO 3. Suomalaisille sijoittajille välitys- ja säilytyspalveluja tarjoavien arviot mahdollisesta moniportaisuudesta heille koituvista kustannusvaikutuksista.**

Kustannuserä	Keskimääräinen / tyypillinen vastaus	Vaihteluväli *)	
		MIN	MAX
Investointikustannus järjestelmiin	Marginaalinen mikäli toteutetaan T2S-hankkeen yhteydessä	Alle 100 000 €	4 milj. €
Arvioitu kokonaisyöty selvityskustannuksissa %	Keskimäärin 38,8 %	25 %	80 %
- josta APK-maksujen laskusta koituva säästö %	Keskimäärin 35,6 %	28 %	45 %
- muista sisäisistä kustannuksista aiheutuva säästö %	Keskimäärin 8,5 %	-4 %	+25 %
- omistustietojen raportoinnista aiheutuva lisäkustannus %	Keskimäärin -5,0 %	-2 %	-11 %

\*) Kaikki vastaajat eivät ole antaneet numeromääräisiä arvioita. Kaikki vastaajat eivät ole myöskään vastanneet kaikkiin kohtiin.



Kuten taulukosta ilmenee, varsinkin investointikustannusten suhteen esiintyy hajontaa välittäjien koosta ja erilaisista järjestelmistä johtuen. Useimmat arvioivat kuitenkin, että järjestelmäkustannus itse moniportaisuudesta on marginaalinen, mikäli se toteutetaan toisen suuren hankkeen, kuten EFi:n Single Platformin tai Euroopan keskuspankin T2S-hankkeen yhteydessä. Myös aikajärjestys on kriittinen: kustannusten kannalta olisi olennaista että moniportaisuus toteutuisi ennen kuin hankkeiden määrittelytyö on ehtinyt liian pitkälle. Kaikki vastaajat arvioivat moniportaisuuden nettovaikutuksen olevan positiivisen (kustannuksia alentavan) ja kohtuullisen korkean, keskimäärin 38,8 % selvityskuluista vuodessa. Useimmat välittäjät raportoivat myös arvioimansa vuotuisen euromääräisen kokonaiskustannussäästön. Olettaen että kokonaiskustannussäästö on suhteessa säilyttäjien hoidossa olevien arvo-osuustilien määrään ja käyttäen EFI:stä saatua tietoa arvo-osuustilien lukumääristä tammikuussa 2010, voi tämän arvioidun vuotuisen kokonaiskustannuksen laskea koko suomalaiselle markkinalle. Luvuksi tulisi tällöin runsas 4 miljoonaa euroa/vuosi. Luvuissa 6 ja 7 arvioidaan, mitkä vaikutukset voisivat olla, jos ainakin osa kokonaiskustannussäästöistä alentaISI sijoittajien transaktiokustannuksia ja yritysten pääomakustannuksia.

#### 4.2.2 Moniportaisen järjestelmän vaikutukset kilpailutilanteeseen

Nykyjärjestelmä, jossa kotimaisten sijoittajien suorat suomalaisten osakkeiden omistukset ovat arvo-osuusmuodossa ja APK:n ylläpitämässä rekisterissä, ei ole suuremmin houkutelut ulkomaisia suuria välittäjiä ja säilyttäjäyhteisöjä (pois luettuna Suomen markkinoilla jo toimivat pohjoismaiset pankit) kilpailemaan suomalaisten pienten ja keskisuurten sijoittajien varainhoidosta ja säilytyksestä.

Institutionaaliset suursijoittajat sen sijaan ovat tyypillisesti kilpailuttaneet varainhoitonsa, huomattavin kustannussäästöin.<sup>26</sup> Tyypillinen ulkomainen, skaalaetuja hyödyntävä kansainvälinen säilyttäjäyhteisö käyttää nykyjärjestelmässä suomalaisia markkinoita lähellä olevaa kotimaista tai pohjoismaista säilyttäjää suomalaisten osakkeiden alihankkijana. Tästä aiheutuu ylimääräinen kustannustaso, josta säilyttäjä ja sen alihankkija sopivat, eli asiakas ei sitä näe, mutta se on osa säilytyssalkun kokonaispalkkiota. Tästäkin huolimatta kokonaishinta ulkomaiselle säilytyspalvelulle on ollut huomattavasti edullisempi, eli kokonaishinta edullisesta ulkomaisten osakkeiden säilytyksestä moniportaisessa järjestelmässä on peitonnut hintaan todennäköisesti sisältyvän lisäkustannuksen kotimaisen säilytyksen osalta.

<sup>26</sup> Kustannukset ovat pudonneet yli puolella, keskimäärin noin kolmasosaan edeltävistä.

Syy ulkomaisten säilyttäjien puuttumiseen suorana tasona Suomen markkinoilla lienee juuri moniportaisen järjestelmän puute. Ulkomaisten säilyttäjien ei ole kannattanut sopeuttaa järjestelmiään ja lisäksi kattaa APK-maksuja sen pienen lisävolyymin vuoksi, jota kilpailu kotimaisista asiakkaista voisi tuoda. Palaan asiaan uudelleen luvussa 6 (moniportaisuuden vaikutus sijoittajiin). Moniportaisuuden myötä kilpailu kotimaisista sijoittajista todennäköisesti kasvaisi.<sup>27</sup> Sijoittajat hyötyisivät kilpailusta alhaisempien säilytys- ja välityskustannusten ansiosta ja saisivat mahdollisesti myös edullisemman väylän ulkomaisiin osakkeisiin. Nykyiset lopputason säilyttäjät kärsisivät sen sijaan jossain määrin tällaisesta kilpailusta. Säilyttäjiltä haastatteluissa saadut arviot viittaavat kuitenkin siihen, että moniportaisuuden kustannussäästöt ylittäisivät huomattavasti mahdolliset kasvavasta kilpailusta seuraavat katemenetykset, joiden suuruutta on erittäin vaikea arvioida.

#### 4.2.3 Muut moniportaisen järjestelmän vaikutukset välittäjille ja säilyttäjille

Moniportaisessa järjestelmässä välittäjät myös todennäköisesti joutuisivat säännöllisin välein ja nykyistä useammin (esimerkiksi kerran kuukaudessa) ilmoittamaan tiedossa olevat omistajat viranomaisille.<sup>28</sup> Kotimaisten omistajien kohdalla tämä todennäköisesti johtaa jo lopullisen omistajan ilmoittamiseen, kun taas ulkomaisen omistajan kohdalla se voi johtaa toiseen hallintarekisterin pitäjään. Tosin tilanne on jo nytkin näin, joten moniportainen järjestelmä ei toisi siihen muutosta. Koska välittäjillä ja säilyttäjillä on jo nyt rekisterit, joille tallentuu asiakastietoa suuremmalla tarkkuudella kuin APK:n ylläpitämään rekisteriin<sup>29</sup>, ei raportointivelvollisuus lisänne välittäjien kustannuksia merkittävästi.<sup>30</sup>

Toinen mahdollinen vaikutus koskee yhtiötapahtumien kuten osinkojen ja osakeantien läpimenoa moniportaisessa järjestelmässä.<sup>31</sup> Nykyjärjestelmässä esimerkiksi osinkojen ennakkopidätyksen laskevat lähinnä Euroclearin osapuolena olevat säilyttäjäpankit, jotka raportoivat sen EFi:n kautta verohallinnon

<sup>27</sup> Nyt suomalaisten osakkeiden hallinta on erittäin keskittynyttä kolmen suurimman säilyttäjän hoitaessa noin kolmea neljännesosaa kaikista arvo-osuustileistä (tammikuun 2010 tiedot).

<sup>28</sup> Arvopaperimarkkinalakia valmistelevalle työryhmän valmistelutyöryhmissä on keskusteltu kuukausiraportoinnista. Nykyisinkin välittäjät raportoivat kerran vuodessa kaikki kaupat.

<sup>29</sup> Säilyttäjien tietokannat sisältävät tietoa mm. kaupankäynnin kustannuksista.

<sup>30</sup> Välittäjäkyselyssä tämän toiminnon kustannusvaikutukseksi arvioitiin noin 5 % selvityskuluista, katso taulukko 3. Tästä lisäkustannuksesta huolimatta moniportaisuuden kokonaisvaikutus arvioitiin positiiviseksi ja moninkertaisesti korkeammaksi.

<sup>31</sup> Vaikkakin listayhtiöt ovat niitä, jotka maksavat pääosan yhtiötapahtumien kustannuksista, osallistuvat myös säilyttäjät näihin. Koska EFi:n säilyttäjiltä nykyjärjestelmässä perimä kustannus yhtiötapahtumista on kiinteä funktio tilien määrästä, pätee myös näiden säilyttäjäkustannusten osalta se, että kustannukset arvo-osuustilien kohdalla ovat niiden suuresta lukumäärästä johtuen moninkertaiset moniportaisessa järjestelmässä oleviin tileihin nähden.

verotilijärjestelmään ja liikkeeseenlaskijalle, joka tilittää ennakonpidätyksen rahamäärän verottajalle. Tämä järjestelmä on ollut toimiva, eikä ole tietoa siitä, että osinkoja tai yhtiötapauksia olisi jäänyt toteuttamatta, oli sitten kyse suoran tai moniportaisen järjestelmän osakkeiden omistajista. Moniportaisuuden sinänsä ei tarvitse tuoda muutosta nykytilaan. Toisaalta moniportaisen järjestelmän koko potentiaalinen hyväksikäyttö tehokkuusmielessä voisi edellyttää sitä, että myös lähinnä loppusijoittajaa olevat säilyttäjäpankit voisivat laskea ja tehdä ennakonpidätyksen. EU-komissiossa on meneillään hanke, joka tähtää lähdeveron harmonisointiin EU-tasolla ja jossa mm. näitä kysymyksiä pohditaan.

Moniportaisessa järjestelmässä yhtiökokouksiin osallistuminen tulee organisoida uudella tavalla. Nykyisin sellaiset hallintarekisterin kautta suomalaisia osakkeita omistavat, jotka haluavat osallistua yhtiökokouksiin ja siellä käyttää äänioikeuttaan, rekisteröityvät ennen yhtiökokousta ns. tilapäisille listoille. Näiden listojen pito (säilyttäjä, APK vai molemmat) ja niihin mahdollisesti liittyvät kustannukset tulee ratkaista moniportaiseen järjestelmään siirryttäessä. Vaikkakin tämän hoitaminen tehokkaasti avoimuus ja osallistumismahdollisuus kohtuullisin kustannuksin säilyttäen on piensijoittajien näkökannalta tärkeää, niin tästä ei koitune huomattavaa kokonaistaloudellista kustannusvaikutusta moniportaisuuden muihin vaikutuksiin nähden.

Edellä on keskitytty lähinnä välittäjien kustannuksiin. Nykyjärjestelmässä myös säilyttäjät maksavat lajitilien määrästä riippuvia maksuja EFI:lle. Koska kotimaisten lajitilien määrä on moninkertainen ulkomaisiin verrattuna, koituu kotimaisille säilyttäjille helposti esim. noin kaksikymmenkertaiset säilytyskustannukset.<sup>32</sup>

### 4.3 Yhteenveto

Tässä luvussa on arvioitu moniportaisen hallinnan ja hallintarekisteröinnin laajentamisen vaikutusta suomalaisille sijoittajille säilytys- ja välityspalveluja tarjoavien toimijoiden (pankkien) kustannuksiin. Aloitin havainnollistamalla, miten keskusvastapuolen (CCP:n) markkinoita tehostava vaikutus on kohdistunut ennen kaikkea ulkomaisiin toimijoihin, ja entistä suuremmassa määrin johtanut siihen, että arvo-osuusjärjestelmän kustannukset ovat kaatuneet kotimaisten toimijoiden kannettavaksi suhteellisesti huomattavasti korkeampina selvitysmaksuina. Suomalaiset sijoittajat eivät siten ole juuri lainkaan päässeet osallisiksi CCP:n transaktiokustannuksia alentavasta vaikutuksesta.<sup>33</sup>

<sup>32</sup> Euroclear Finlandissa on noin 1,2 miljoonaa suorarekisteröityä tiliä ja alle 10 000 hallintarekisteröityä säilytystiliä. Jos kotimaisten sijoittajien lajitilejä on esim. 2,8 miljoonaa ja ulkomaisia 200 000, kertyy 0,026 euron säilytysmaksuista per tili ja lajitili kuukaudessa lähes kaksikymmenkertaiset kustannukset suorarekisteröidyille, pääosin kotimaisille asiakkaille.

<sup>33</sup> EFI:n laskelmien mukaan myös sellaiset suomalaiset välittäjät, joiden asiakkaat tekevät paljon päivän sisäistä kauppaa, eli siis pääsevät hyötymään nettoutuksen hyödyistä, ovat hyötäneet CCP:n tulosta.

Finanssialan keskusliiton jäsenkyselyn vastaukset indikoivat, että moniportaisen hallinnon mahdollistaminen myös suomalaisille sijoittajille johtaisi merkittävään, keskimäärin 38,8 %:n suuruiseen arvioituun alentumiseen selvityskustannuksissa, mikäli APK:n vastaavat hinnannostot eivät neutralisoisi hyötyä. Kokonaissästö markkinatasolla voisi olla arviolta 4 miljoonaa euroa/vuosi pois luettuna järjestelmäinvestointien kustannukset. Mikäli hanke toteutettaisiin toisen suuren projektin, kuten Single Platformin tai T2S-hankkeen yhteydessä, vaikutukset järjestelmäkustannuksiin voisivat olla vähäiset. Kustannusten kannalta vaikuttaa myös olennaiselta, että moniportaisuus toteutuisi ennen kuin hankkeiden määrittelytyö on ehtinyt liian pitkälle.<sup>34</sup> Myöskään moniportaisesta hallinnasta aiheutuvat lisäkustannukset, kuten omistustietojen raportointi, eivät näytä merkittävilta suhteessa arvioituun kokonaishyötyyn. Avoimeksi jää kuitenkin kysymys, kuinka suuri osa kokonaishyödystä koituisi vastaavaksi laskuksi sijoittajien tapahtumakustannuksissa. Lopullinen vaikutus sijoittajien kustannuksiin riippuu pitkälti kilpailun määrästä suomalaisilla markkinoilla, joita nyt hallitsevat muutamat suuret säilyttäjät. Jos moniportaisuus lisää kilpailua merkittävästi tuoden lisää säilytys- ja välityspalveluja tarjoavia toimijoita suomalaisille markkinoille, niin merkittävä osa kokonaissäästöstä voi päättyä sijoittajan hyödyksi alentuneina kustannuksina.

---

<sup>34</sup> Sekä Single Platform -konsultointityössä että T2S-hankkeessa tilirakenne on avainasemassa. Mikäli moniportaisuuteen mennään, se tulisi aikataulullisesti toteuttaa nopeasti, jotta myös säästöt toteutuisivat näiden hankkeiden määrittelytyössä täysimääräisesti.

## 5 Moniportaisuuden vaikutuksista: Markkinapaikat ja niiden toimijat

Tässä luvussa käsitellään moniportaisuuden laajentamisen vaikutuksia markkinapaikkojen ja niiden osapuolten toimintaan. Varsinaisista markkinapaikoista käytetään nimikettä ”pörssit”, kun taas muihin toimijoihin lasketaan arvopaperikeskukset (APK:t, CSD:t, *central securities depositories*) ja keskusvastapuolet (CCP:t, *central counterparties*). Näistä käsitellään lähinnä NASDAQ OMX:ää ja Euroclear Finlandia. Euroopan keskuspankin T2S-hankkeen edetessä myös Euroopan keskuspankille on odotettavissa kasvava rooli arvopaperikaupan selvityksen toteutuksessa. Tämän johdosta T2S-hankkeesta on oma osuutensa.

### 5.1 Pörssit

Taloukasvu toteutuu yritysten (määrän ja koon) kasvun kautta, ja kasvu vaatii investointeja ja pääomaa niiden rahoittamiseksi. Taloukasvu on tärkeää työllisyyden ylläpitämiseksi. Rahoitusmarkkinoiden rooli taloukasvussa on mahdollisimman tehokkaasti allokoida varoja ylijäämäsektoreilta (säästäjiltä, sijoittajilta) varoja tarvitseville (investoijille). Rahoitusmarkkinat mahdollistavat sijoitustapahtumien toteuttamisen, mutta samalla myös tuottavat sijoittajainformaatiota, joka ohjaa pääomaa kannattaviin kohteisiin. Puhutaan *allokatiivisesta* tehokkuudesta silloin, kun pääoma ohjautuu mahdollisimman tuottaviin kohteisiin, ja *informaatiotehokkuudesta* (sen eriasteista) silloin kun informaatio heijastuu mahdollisimman tehokkaasti arvopaperien hinnoissa (kun hinnat ovat oikealla tasolla hinnoitteluhetkellä tiedossa olevaan informaatioon nähden). Mahdollisimman tehokkaasti toimivat markkinat ovat molemmilla edellä mainituilla mittareilla toivottavia taloukasvun ja vakauden kannalta. Tukeakseen näitä tehokkuustavoitteita arvopaperimarkkinoiden infrastruktuurin on oltava mahdollisimman tehokas ja luotettava.

NASDAQ OMX, joka ylläpitää Helsingin pörssiä, kilpailee niin Euroopan sisällä kuin kansainvälisestikin muiden markkinapaikkojen kanssa. Viime vuosina kilpailu pörssien välillä on entisestäänkin kiihtynyt, ja uusia vaihtoehtoisia markkinapaikkoja, kuten Chi-X ja Burgundy on perustettu. Merkit-

tävä osa kaupankäyntivolyymistä suomalaisilla osakkeilla on valunut näihin markkinapaikkoihin. Helsingin pörssin haasteita lisää viime vuosina alhaisena pysynyt listautumisaktiiviteetti. Finanssikriisi osoitti myös selvästi, miten ns. reuna-alueisiin kuuluva Helsingin pörssi on keskeisiä markkinapaikkoja paljon alttiimpi rajuihin pääomaliikkeisiin: kansainväliset sijoittajat myivät paljon suomalaisia osakkeita. Ulkomaalaisomistus arvo-osuusjärjestelmässä olevien osakkeiden markkina-arvosta laski joulukuun 2007 luvusta 61,6 % joulukuun 2009 46,9 %:iin.<sup>35</sup>

Suuret yritykset voivat helpommin vaihtoehtoisesti listautua ulkomaisiin pörseihin, mutta kotimaiset pääomamarkkinat ovat ensisijainen vaihtoehto pienille ja keskisuurille yrityksille, eli yrityksille, joiden on vaikea saada rahoitusta ulkomailta ennen kuin ovat kasvaneet riittävään kokoluokkaan. Kuten luvussa 4 analysoitiin, eivät keskusvastapuolijärjestelmän (CCP:n) tehokkuushyödyt ole johtaneet vastaavaan hyötyyn kotimaisten osakkeiden selvityskuluissa, vaan CCP:n tulo on päinvastoin johtanut siihen, että arvo-osuusjärjestelmään liittyvät tapahtumakulut kohdistuvat entistä suuremmassa määrin juuri kotimaiseen osakekauppaan. Rahoitustieteen empiiristen tulosten pohjalta<sup>36</sup> voidaan olettaa, että korkeat kotimaiset selvityskustannukset vähentävät halua tehdä kauppvoja ja laskevat likviditeettiä. Kustannusvaikutus on lisäksi suurempi sellaisten osakkeiden kohdalla, joiden kauppaan nämä kulut suuremmassa määrin kohdistuvat, eli joiden omistus on enemmän kotimaista. Sijoittajat voivat myös vaatia korkeamman riskipreemion epälikvidimmän osakkeen kohdalla, mikä johtaa alhaisempaan arvostustasoon.<sup>37</sup> Parempi likviditeetti voi myös lisätä ulkomaalaisten omistajien kiinnostusta koko markkinapaikkaa kohtaan ja pienentää reuna-alueilmiötä. Helsingin pörssillä on näiden seikkojen johdosta selvä kiinnostus moniportaisen hallinnan mahdollistamiseen kotimaisille omistajille.

## 5.2 Arvopaperikeskus

Suomessa kansallisia arvopaperikeskuksia on toiminnassa vain yksi, Euroclear Finland Oy (EFi). Sen omistaa 100-prosenttisesti Euroclear, ja sen tuotot muodostuvat kolmesta pääryhmästä suurin piirtein tasaosuuksin: liikkeeseenlaskijoilta perittävistä palkkioista, selvitysosapuolilta perittävistä palkkioista ja tilinhoitajayhteisöiltä perittävistä palkkioista. EFi:ssa on noin 1,2 miljoonaa suorarekisteröityä tiliä ja alle 10 000 hallintarekisteröityä säilytystilejä (*nominee accounts*). Osakkeiden liikkeeseenlaskijoita on noin 170, joista noin 140 on listattu.<sup>38</sup>

<sup>35</sup> Lähde: Euroclear Finland, kuukausitilastot.

<sup>36</sup> Katso esim. Domowitz, Glen ja Madhavan (2001).

<sup>37</sup> Katso esim. Amihud (2005) ja Acharya ja Pedersen (2005).

<sup>38</sup> Vastaavat luvut Euroclear Swedenin kohdalla ovat 3,4 miljoonaa suorarekisteröityjä tilejä, noin 4 000 kpl hallintarekisteröityjä tilejä, ja noin 1 200 osakkeiden liikkeeseenlaskijaa, joista noin 500 listattu. Ruotsissa on yleisempää, että myös listaamattomat yhtiöt ovat arvo-osuusekisterissä.

EFi:n liikevaihto on kasvanut tasaisesti. Se oli vuonna 2006 36,4 miljoonaa euroa ja vuonna 2008 jo 43,4 miljoonaa euroa.<sup>39</sup> Myös liikevoitto on kasvanut (13,6 miljoonaa euroa vuonna 2006 ja 23,0 miljoonaa euroa vuonna 2008). Liikevoittoprosentti oli peräti 53 % vuonna 2008. Yhtiön vakavaraisuus on ollut hyvä (omavaraisuusaste 91,7 % vuonna 2008), ja voitto on pääosin jaettu ulos osinkoina (17,76 miljoonaa euroa vuonna 2008).

EFi:n tuotot ovat ensisijaisesti riippuvaiset tapahtumavolyymeistä ja josakin määrin myös markkina-arvojen kehityksestä. Tapahtumavolyymit ovat olleet kasvussa viime vuosina, mutta EFi:lle tulevat rekisteröinnit ovat keskustapuolen markkinoille tulon jälkeen syksystä 2009 dramaattisesti pudonneet edellä luvussa 4 kuvatulla tavalla.<sup>40</sup> Tämä on johtanut uuteen hinnoitteluun, joka kohdistuu FOP- ja DVP-tapahtumien komponentteihin, neutraalilla tavalla per rekisteröinti- ja selvitystoimenpide, mutta nettouttamisesta johtuen selvityskustannukset ovat kuitenkin hyvin erilaiset hallintarekisteröidyn ja arvo-osuusrekisterissä hallinoidun asiakkaan transaktiossa.

EFi on Suomessa määräävässä markkina-asemassa omalla toimialallaan.<sup>41</sup> Arvo-osuusjärjestelmästä annetun lain 10 a §:n mukaan APK:n arvo-osuusrekisterin pitäjänä tuottamista palveluista perittävien maksujen on oltava kohtuullisia ja tasapuolisia. Maksujen tulisi kattaa suoritteiden tuottamisesta aiheutuvien kustannusten ohella kohtuullinen tuotto sijoitetulle pääomalle. APK:n vuoden 2008 liikevoittoprosentti ja osinko herättävät kysymyksen, onko hinnoittelu ollut kohtuullista. Toisaalta ilman tarkkaa dataa vuoden 2010 osalta on vaikea arvioida, missä määrin nyt vähentyneet tapahtumamäärät ovat laske-neet EFi:n kannattavuustasoa niin, että toteutuneet hinnastonmuutokset (hinnankorotukset) olisivat olleet kohtuullisia. Vaikuttaa selvältä, että jos CCP-nettoutuksen vaikutus on tyypillisesti 95 % transaktiomäärästä, ja kun Suomessa CCP-lajien volyymit ovat yli 95 % osakekaupan kokonaisvolyyymeistä, näin suuri transaktiomäärän pudotus olisi vanhoilla hinnoilla johtanut selvään las-kuun liikevaihdossa.<sup>42</sup>

<sup>39</sup> Suomen Arvopaperikeskus Oy:n tilinpäätökset vuosille 2007 ja 2008.

<sup>40</sup> EFi:n vuoden 2009 tilinpäätös ei tätä kirjoitettaessa ole vielä tiedossa. CCP:hen siirtyminen koskee lisäksi ennen kaikkea vuoden 2010 volyymejä.

<sup>41</sup> Suomessa Kilpailuvirasto selvitti vuonna 2000 APK:n ja Helsingin pörssin kilpailuoikeudellista asemaa ja katsoi, että APK oli kilpailunrajoituslain 3 §:n 2 momentissa tarkoitettussa määräävässä markkina-asemassa ainakin Helsingin pörssissä käytävän julkisen osakekaupan selvityspalvelujen tarjoajana Suomessa.

<sup>42</sup> Jos selvitys tuo noin kolmasosan EFi:n liikevaihdosta, vuoden 2008 liikevaihtotasolla siis 14,47 milj. euroa, ja jos ulkomaalaisten osuus tästä olisi ennen CCP:tä ollut esim. 50 %, olisi 95 %:n romahdus tässä osuudessa muuttumattomilla hinnoilla laskenut liikevaihtoa noin 6,87 miljoonaa euroa. Jos tämän muutoksen olettaisi kärjistäen suoraan syövän voittoa (eli rajakustannusten olevan nolla), olisi se laskenut liikevoittoa (23 miljoonaa euroa) peräti 29,9 %. Liikevoittomarginaalin korkeasta lähtötasosta johtuen on kuitenkin vaikea nähdä, ettei toiminta olisi ollut myös vanhoilla hinnoilla kannattavaa.

**TAULUKKO 4. EFi:n selvitysmäärien pudotus eri oletuksilla.\*)**

Suomalaisten omistajien osuus selvitysmäärästä	Moniportaiseen hallintaan siirtyvien määrä	
	1/3	2/3
95 %	$100 - (5 + 95 \cdot 2/3 + 0.05 \cdot 95 \cdot 1/3) = 30,08 \%$	60,17 %
90 %	28,5 %	57,0 %
80 %	25,3 %	50,7 %

\*) Taulukon oletuksiin kuuluu, että moniportaisessa järjestelmässä CCP-nettoutuksen vaikutus on 95 % eli että vain 5 % tapahtumista selvitetään EFi:ssä. Ulkomaalaisten EFi:ssä tekemien selvitysten (eli nettoutuksen jälkeen sinne päätyvien) määrän oletetaan pysyvän muuttumattomana.

Moniportaiseen järjestelmän laajentamisen kannalta on keskeistä, missä määrin siitä aiheutuva selvitystapahtumien kappalemäärän lisäpudotus johtaisi entistäkin korkeampiin EFi:n tapahtumakohtaisiin hintoihin, eli missä määrin hyöty neutralisoituisi selvityskulujen nousun kautta. Luvussa 4 raportoidut FK:n jäsenten arviot moniportaisuuden vaikutuksista perustuvat muuttumattomiin EFi:n hintoihin, ja jotkut vastaajat käyttivät oletuksena sitä, että noin 2/3 suomalaisista sijoittajista siirtyy moniportaiseen järjestelmään. Taulukko 4 arvioi eri oletuksilla moniportaisuuden mahdollisia vaikutuksia EFi:n selvitysvolyymiin.

Taulukko 4 indikoi, että moniportaiseen järjestelmään siirtyminen aiheuttanee rajun, mahdollisesti CCP:n markkinoille tuloa voimakkaamman muutoksen EFi:n selvitystapahtumien määrään. On epätodennäköistä, että selvityshinnat pysyisivät tällöin nykyisellä tasollaan. Toisaalta EFi:n on mahdollista generoida uusia palvelumuotoja, jotka voisivat osittain korvata selvitysvolyymien pudotusta. Tällaisia voisivat olla esimerkiksi sijoitusrahastojen arvo-osuuksien hallinta, mahdolliset arvo-osuusmuotoiset asunto-osakkeet, johdannaiskaupan laajemmat selvityspalvelut, sisäpiirirekisterin ylläpito ja erilaiset sijoittajiin kohdistuvat palvelut, kuten omistajatietoinformaation tarjoaminen ja yhtiökokousosallistumiseen liittyvät palvelut.

On myös mahdollista, joskaan ei välttämättä kovin todennäköistä, että moniportaisuuden myötä markkinoille hakeutuu kilpailevia arvopaperikeskuksia, jos näiden ei tarvitse liikaa sopeuttaa järjestelmiään Suomen erityisiä oloja varten. Myös tämä pitäisi selvityskustannukset kohtuullisina. Markkinoiden kilpailukyvyyn takia selvityskulujen kohtuullisuus on keskeistä, ja kuten luvussa 4 osoitettiin, nykyhinnoilla suomalaisten sijoittajien selvityskulut suomalaisista osakkeista ovat monikertaiset eurooppalaiseen keskitasoon verrattuna.

### 5.3 T2S ja moniportainen hallinta

Euroalueella on suunnitteilla ns. TARGET2-Securities (T2S) -hanke, joka on yksi eurojärjestelmän kunnianhimoisimmista hankkeista ja joka toteutessaan johtaa suureen muutokseen Euroopan rahoitusmarkkinoilla. Hankkeen



tarkoitus on keskuspankkirahan turvin tarjota harmonisoitu DVP-pohjainen selvitys useissa valuutoissa ja useimmissa paljon kaupatuissa eurooppalaisissa arvopapereissa. Hanke on suuri askel kohti yhtenäistä jalustaa ja markkinaa arvopapereille, ja sen päätavoitteena on poistaa rajat ylittävän osakeselvityksen ja -toimituksen esteet ja johtaa korkeampaan harmonisointiin kaupan jälkeisissä palveluissa. Hanke toteutunee muutaman vuoden sisällä (nykyisen tavoiteaikataulun mukaan T2S aloittaa toimintansa syyskuussa 2014).

Euroopassa osakekaupan selvitys- ja suoritusjärjestelmät ovat nykyisellään erittäin kirjavat USA:han verrattuna. EU-alueella toimii noin 40 arvopaperikeskusta, kun taas USA:ssa ainoastaan kaksi: yksi yritysten liikkeelle laskemille arvopapereille, ja toinen valtion ja valtion tukemien organisaatioiden arvopapereille. Varsinkin rajat ylittävässä arvopaperikaupassa selvityskulut ovat korkeat. On arvioitu,<sup>43</sup> että rajat ylittävien transaktioiden kustannukset ovat keskimäärin yli kymmenkertaiset kotimaisiin transaktioihin ja huomattavasti kalliimpia kuin transaktiot USA:ssa. Giovannini-raportti vuodelta 2002 osoittaa että tyypilliseen eurooppalaiseen rajat ylittävään transaktioon osallistuu 11 välittäjää, verrattuna kotimaisen transaktion viiteen. Osapuolten välisiä ohjeistuksia rajat ylittävässä transaktiossa on tyypillisesti vähintään 14 kappaletta.

T2S-hankkeen tarkoitus on helpottaa rajat ylittävän arvopaperikaupan suoritusta. Vaikkakin kansallinen osakekauppa toteutetaan tyypillisesti keskuspankkirahan avulla ns. DVP-transaktiona (raha siirtyy kahden osapuolen keskuspankkitilien välillä), ei keskuspankkirahaa tavallisesti käytetä tehokkaasti rajat ylittävässä transaktioissa. Kun suoritus näissä toteutetaan ”liikepankkirahalla” (eli kahden pankin välisenä transaktiona, ilman keskuspankkirahaa), liittyy transaktioon aina vastapuoliriskiä eli riski siitä, että pankki kaatuu ennen kuin on saanut velvoitteensa hoidettua. T2S-hankkeen tarkoitus on mahdollistaa keskuspankkirahan käyttö tämän riskin poistamiseksi.<sup>44</sup>

Toinen T2S-hankkeen seuraus on alentuneet transaktiokustannukset, sitä suuremmassa määrin mitä enemmän päästään hyödyntämään skaalaetuja. Arvopaperikaupan selvitys ja suoritus on mitä suurimmassa määrin volyymiliiketoimintaa lähes kiinteään kokonaishintaan, eli täyttää ns. luonnollisen monopolin tunnusmerkit.<sup>45</sup> Transaktiovolyymin kasvaessa yksikkökustannus per transaktio on siten rajusti laskeva. Euroopan APK:t (40 kpl) hoitivat vuonna 2008 kokonaista 346 miljoonaa DVP-selvitystä. Jos nämä olisi hoidettu yhden toimijan kautta, olisi kustannussäästö mitä ilmeisimmin ollut huomattava.

T2S:n on toteutuessaan tarkoitus olla palveluntarjoaja APK:lle, mutta ei itsessään arvopaperikeskus. Järjestelmään liittyvät arvopaperikeskukset tulevat siten

<sup>43</sup> EKP:n T2S, Settling without borders -esite.

<sup>44</sup> Suomessa EFi:n selvityksessä keskuspankkirahaselvitys on jo käytössä.

<sup>45</sup> Katso esim. EKP:n T2S, Settling without borders -esite, ja Van Cayseele ja Wuyts (2007). Jälkimmäiset estimoivat kustannusfunktioita selvitystoiminnalle ja saavat selvää tukea skaala- ja laajuuseduille, myös suurimpien osapuolien kohdalla, mikä antaa aihetta odottaa lisää konsolidaatioita markkinoilla. Aiemmassa tutkimuksessa Schiedel, Malkamäki ja Tarkka (2006) päätyivät samankaltaisiin tuloksiin.

ulkoistamaan suoritusprosessinsa T2S:lle, mutta säilyttämään muut toimintonsa. T2S ei esimerkiksi tule vastaamaan yhtiötapahtumien hoidosta selvitysketjussa, eikä viranomaisten raportointivaatimuksiin vastaamisesta. Euroclear Finland ja Euroclear-konserni suunnittelevat lähivuosina liittymistä T2S-palveluun.

Koska moniportainen hallintamalli on EU:ssa hallitseva, ei T2S:ään ole odotettavissa kovin suurta tilimäärää tyypillisestä eurooppalaisesta maasta. Ainoastaan ne transaktiot, joita ei nettouteta keskusvastapuolitasolla, tulisivat menemään eteenpäin APK:n ja T2S:n kautta. Mikäli Suomi ei mahdollistaisi moniportaista hallintaa kotimaisille omistajille, on yhtenä mahdollisuutena se että kaikki noin 1,2 miljoonaa suomalaista EFi:in suorarekisteröityä arvo-osuustiliä vaatisivat vastineensa T2S:ssä. Suomen markkinaosapuolet, yhteistyössä viranomaisien kanssa, selvittävät parhaillaan eri tilirakennevaihtoehtojen (esim. kaikki suoran omistuksen tilit T2S:ään, vain koontitilit T2S:ään<sup>46</sup>, näiden yhdistelmä) vaikutuksia. T2S:n hinnoittelu on kuitenkin vielä avoinna, joten eri vaihtoehtojen T2S-kustannuksia ei voida arvioida. Vaikuttaa kuitenkin ilmeiseltä, että ilman moniportaisen hallinnan mahdollisuutta ei suomalainen, suomalaisia osakkeita omistava sijoittaja pääsisi täysimääräisesti hyötymään T2S-hankkeen rajoja ylittävän selvityksen transaktiokustannuksia alentavasta vaikutuksesta.

## 5.4 Yhteenveto

Tässä luvussa on käsitelty moniportaisen hallinnan laajentumisen vaikutusta Helsingin pörssiin, APK:hon ja T2S-hankkeeseen liittymiseen. Aloitin toteamalla, että nykyiset korkeammat selvityskustannukset kotimaisessa osakekaupassa suorarekisteröinnin johdosta on mahdollinen osasy alhaisempaan likviditeettiin ja peräti korkeampaan riskipremioon (alhaisempaan arvostustasoon) osakkeille, joiden kauppa käydään lähinnä korkeammille selvityskustannuksille altistuneiden kotimaisten omistajien välillä. Moniportaisuuden laajentaminen voisi siten ennen kaikkea hyödyttää pieniä ja kotimaisessa omistuksessa olevia yrityksiä niiden osakkeiden likviditeettiä ja arvostustasoa parantamalla. Samalla myös kiinnostus Helsingin pörssiin markkinapaikkana kasvaisi. Totesin myös, että T2S-hankkeen kustannusten kannalta olisi edullista, jos moniportainen hallinta olisi mahdollista. EFi:n kannalta moniportainen hallinta toisi sen sijaan dramaattisen, selvitysmääriä laskevan vaikutuksen. Koska selvitys muodostaa noin kolmasosan EFi:n liikevaihdosta, olisi tällä myös suuri vaikutus EFi:n tulokseen, ellei EFi vastaavasti korota ainakin jossain määrin hintojaan. EFi:n liikevoittomarginaalin korkeasta lähtötasosta johtuen on kuitenkin vaikea nähdä, ettei toiminta myös moniportaisessa järjestelmässä olisi kannattavaa kohtuullisilla selvityshinnoilla.

<sup>46</sup> Esim. niin että tilit voisivat olla EFi:n järjestelmässä ja kyseisiä tilejä vastaava tekninen tili olisi T2S:ssä.

## 6 Moniportaisuuden vaikutuksista: Sijoittajat

### 6.1 Yleistä

Moniportaisella hallinnalla on monenlaisia sijoittajiin kohdistuvia seurauksia. Seurauksiin liittyy ensinnäkin sijoituksen oikeudellinen asema, mikäli sijoittaja päätyy säilyttämään osakkeita hallintatililla ilman että omistus on rekisteröity APK:hon. Kuten luvussa 2.2 on käsitelty, omistusmuoto ei enää ole suoraan esineoikeudellinen, vaan sijoittajan ja omaisuudenhoitajan keskinäinen suhde määräytyy oikeudellisesti yleensä tilinpidon kotivaltion lainsäädännön mukaisesti. Kuten todettiin, Suomessa ei vielä ole omaisuudenhoitajan ja asiakkaan oikeudellista suhdetta koskevaa moniportaisuuslainsäädäntöä, jossa säädettäisiin arvo-osuusjärjestelmän ulkopuolista hallintaa ja välillistä arvopaperien säilytystä koskevista oikeudellisista kysymyksistä sekä vastuusta. Tällainen olisi ehdottomasti tarpeen, mikäli moniportainen hallinta mahdollistetaan myös kotimaisille sijoittajille.

Muihin sijoittajiin kohdistuviin vaikutuksiin liittyy osinkojen ja omaisuustapahtumien toteuttamiseen mahdollisesti tarvittavat muutokset. Näitä käsitellään liikkeeseenlaskijoiden kannalta luvussa 7.1, jossa mm. todetaan, että moniportaisessa hallintamallissa pääomatapahtumat toteutettaneen pääosin säilyttäjäyhteisöjen tilitasolla, ja liikkeeseenlaskijoiden tulisi siten entistä suuremmissa määrin sopia teknisestä toteuttamisesta suoraan tilinhoitajayhteisöjen kanssa. Myös osinkojen ennakonpidätyksen toteuttaja voinee muuttua listayhtiöstä tilinhoitajayhteisöksi, tai APK voi tarjota osinko- ja/tai pääomatapahtumien hoitoon liittyviä palveluita, kuitenkin todennäköisesti koontitiliasolla. Mikäli moniportaista hallintaa laajennetaan, pääomatapahtumien toteuttamiseen liittyviä vaihtoehtoja tulee arvioida ja varmistaa niiden toimivuus jatkossakin. Mutta kuten luvussa 7 myös todetaan, noin puolet suomalaisiin osakkeisiin sijoittaneista on jo nyt ulkomaalaisia, ja näiden osalta niin osinkojen maksut kuin pääomatapahtumat näyttävät menevän mallikkaasti perille jo nyt, mikä tukee sitä, että välittäjillä on jo nyt hyvät valmiudet omaisuustapahtumien hoitoon moniportaisessa mallissa.

Joidenkin suurten institutionaalisten sijoittajien kannalta APK:n tarjoama omistaja-informaatio on ollut hyödyllistä. Jos sijoittaja ei esimerkiksi halua kuulua suurimpien joukkoon, tarkka tieto muista sijoittajista on ollut hyödyksi. Tällaisen informaation saatavuus huononee moniportaisessa mallissa. Toisaalta liputusvelvollisuus säilyy ja sen kautta tiedot suurista omistajista on saatavissa. Kustannusvaikutusta tälle on vaikea arvioida.

Moniportaisen hallinnan merkittävimmät taloudelliset vaikutukset sijoitajiin liittyvät kuitenkin ennen kaikkea selvityskustannusten tasoon, hintavaikutukseen ja mahdolliseen ulkomaisen osakekaupan helpottumiseen ja kustannusten alentumiseen. Seuraavassa näitä käsitellään tarkemmin.

## 6.2 Selvityskustannusten hintavaikutukset

Luvussa 3 tarkasteltiin nykyisiä kotimaisia selvityskuluja mm. vertailemalla niitä (esimerkissä 2,021 euroa per asiakastili kotimaisessa tapahtumassa) Oxeran (2009) raportointiin keskimääräisiin selvityskuluihin Euroopassa (0,35 ja 0,25 euroa kotimaisessa transaktiossa vuosina 2006 ja 2008). Totesin EFi:n nyt kotimaisessa, arvo-osuusrekisteriin välittyvässä osakekaupassa veloittamien kustannusten olevan moninkertaiset eurooppalaiseen yleiseen tasoon verrattuna, kun sen sijaan hallintarekisteröidyn transaktion keskikustannus on lähellä eurooppalaista, ”kotimaisen” transaktion keskiarvoa. Koska myös EFi:n tuottotasoa on historiallisesti ollut korkea (luku 5), voitaneen olettaa, että kustannuksissa on laskemisen varaa ja että moniportaisuuden mukanaan tuoma kilpailu johtaa alentuviin selvityskuluihin myös kotimaisessa osakekaupassa. Luvussa 4 välittäjät ja säilyttäjät arvioivat moniportaisuuden heille tuomia kustannussäästöjä. Tämä analyysi päättyi noin 4 miljoonan euron vuosisäästöihin, tosin yksinkertaistetuilla oletuksilla EFi:n hinnoittelun ja moniportaiseen malliin siirtyvien suomalaissijoittajien määrän suhteen. Mikäli osa tästä säästöstä päättyy alennuksiin sijoittajien kustannuksissa, voi vuotuisen säästö sijoittajakunnan kannalta olla helposti 2–3 miljoonaa euroa/vuosi tai enemmän suorissa transaktiokustannuksissa. Tällaisen säästön nykyarvo esim. 4 %:n tuottovaatimuksella ja ikuisen kassavirran kaavalla olisi 50–75 miljoonaa euroa.

Toinen tapa tarkastella sijoittajien suoria säästöjä transaktiokustannuksissa on pyrkiä mittaamaan suomalaisten sijoittajien muuttuvien selvityskustannusten määrää euroissa, ja sitten arvioimaan mahdollisen kustannuslaskun vaikutukset tähän. Myös tämä vaatii kuitenkin yksinkertaistavia oletuksia useissa päättelyketjun parametreissa lähtien siitä, paljonko pankit veloittavat asiakkailtaan eri transaktiiovolyymien kohdalla, montako kertaa kotimainen sijoittaja käy vuodessa osakekauppaa ja mikä on keskikaupan koko. Tällä menetelmällä Niemeläinen (2008) päätyi estimaattiin muuttuvien selvityskustannusten osuudesta kotimaisessa kaupassa, saaden luvuksi noin 4 miljoonaa euroa. Nieme-

läinen (2008) toteaa kuitenkin, että tämä arvo ei pidä sisällään selvitysosapuolten kiinteitä kustannuksia eikä muutoksista ym. aiheutuvia kustannuksia, joita myös siirretään eteenpäin palveluiden hintoihin. Myös tällä menetelmällä päästään kuitenkin arvioon että säästöä suomalaiselle sijoittajakunnalle voisi kertyä muutama miljoona vuodessa, mikäli selvityskustannukset laskisivat niin, että sijoittajien niistä maksama hinta puolittuisi.

Transaktiokustannuksilla on kuitenkin muita, tärkeitä markkinavaikutuksia. Kansainvälisessä kirjallisuudessa on todettu, että transaktiokustannusten muutokset vaikuttavat niin kaupankäyntivolyyymeihin kuin arvopapereiden hintoihin.<sup>47</sup> Suorina kuluina transaktiokustannukset ”pääomittuvat” arvopapereiden hintoihin, eli nostavat sijoittajan arvopapereilta vaatimaa bruttotuottovaatimusta (ennen kaupankäyntikulua)<sup>48</sup> ja laskevat siten sitä hintaa, minkä sijoittaja on valmis niistä maksamaan. Korkeat transaktiokustannukset haittaavat myös salkun uudelleenbalansointia ja alentavat täten sijoittajan hyötyä, ja johtavat myös alhaisempaan kaupankäyntiaktiiviteettiin markkinoilla eli korkeampaan epälikviditeettiin. Täten transaktiokustannuksilla voi itse asiassa olla monta vaikutuskanavaa sijoittajan hyötyyn ja salkun arvoon: 1) suora vaikutus vaadittuun bruttotuottoon korkeampien sijoituskustannusten kautta, johtaan alhaisempiin hintoihin vaihtoehtoisin sijoituksiin verrattuna, 2) vaikutus kaupankäyntivolyymeja laskevasti, johtaan korkeampaan epälikviditeettiin ja korkeampaan vaadittuun korvaukseen tämän suhteen, ja 3) salkun tuotto-riskiprofilin vääristymisen kautta tuleva haitta (koska muuten optimaalinen uudelleenbalansointi ei aina olisikaan kannattavaa transaktiokustannusten jälkeen).

Sekä vaikutuskanavat 1 että 2 heijastuvat osakekurssiin ns. ”likviditeetti-preemion” kautta.<sup>49</sup> Likviditeetti-preemio nostaa osakkeiden tuottovaatimusta ja laskee niiden hintoja. Sekä Umlauf (1993) ja Westerholm (2001) saivat empiiristä tukea sille, että osakekurssit laskivat (nousivat) kun varainsiirtovero otettiin (poistettiin) käytöstä. Oxera (2007) arvioi Ison-Britannian 0,5 % leimaveron poiston vaikutusta osakekurseille käyttäen Domowitzin ja Steilin (2001) estimaatteja oman pääoman kustannuksen joustosta suhteessa transaktiokustannuksiin (jousto välillä 0,14–0,17) ja päättyy siihen, että 0,5 prosenttiyksikön suuruisen leimaveron poistaminen (joka muodosti arviolta 50 % kaikista transaktiokuluista) voisi nostaa osakekurssia noin 7,2 %, ja BKT:tä noin 0,24–0,78 prosenttiyksikköä pitkällä tähtäimellä.

<sup>47</sup> Katso esim. Umlauf (1993) ja Westerholm (2001), ja Domowitz, Glen ja Madhavan (2001) kaupankäyntivaikutusten suhteen. Sen sijaan johdannaiskaupan transaktiokustannusten muutokset näyttäisivät lähinnä vaikuttavan volyyymeihin, ei hintoihin, katso esim. Norden (2009). Kirjallisuus tarjoaa myös tukea sille, että korkeammat transaktiokustannukset ovat volatiiliteettia kasvattavia, ei alentavia, katso esim. Hau (2003) ja Aliber, Chowdhry ja Yan (2003).

<sup>48</sup> Esim. Domowitz ja Steil (2001) raportoivat, että kaupankäyntikulujen ja pääomakustannuksen (tuottovaatimuksen) välillä on taloudellisesti merkitsevä korrelaatio ja että kaupankäyntikulujen lasku laskee pääomakustannuksia.

<sup>49</sup> Teoreettisessa kirjallisuudessa likviditeetti-preemio määritellään yleensä korkeimpana odotettuna tuottona, jonka sijoittaja olisi valmis vaihtamaan pois saadakseen transaktiokustannukset nolattua.

Kirjallisuudessa on keskusteltu suorien transaktiokustannusten suhteellisesta osuudesta koko likviditeettipreemioon. Siinä kun Constantinidesin (1986) malli tarjoaa huomattavasti yhtä pienempää suhdelukua likviditeettipreemion ja transaktiokustannusten suhdeluvulle (eli transaktiokustannusten tuottovai-  
 kutus likviditeettipreemion muodossa, olisi suhteellisesti alhaisempi kuin itse transaktiokustannukset), Jang, Hyeng, Hong ja Loewenstein (2007) osoittavat, että transaktiokustannuksilla voi olla merkittävä vaikutus likviditeettipreemioon, ja transaktiokustannus-likviditeettipreemio-suhde voi olla 4–10-kertainen Constantinidesin mallin tarjoamiin. Heidän raportoimansa likviditeettipreemio/transaktiokustannus -suhdeluvut eri markkinasuhdanteissa vaihtelevat noin 0,5 ja 1,6 välillä. He laskevat, että suhteellisen korkeallakin tuottovaatimuksella (joka pienentää transaktiokustannusten nykyarvoa) sijoittajan elinajan yli odotettujen transaktiokustannusten nykyarvo voi vastata jopa 40 %:a sijoittajan alkupääoman arvosta.

Domowitzin ja Steilin (2001) estimaatteja käyttäen on mahdollista tehdä karkeita arvioita myös Suomen kohdalla siitä, miten moniportaisen hallinnan laajentamisen mahdolliset transaktiokustannusten laskut vaikuttaisivat arvopaperien hintoihin. Tällainen tarkastelu on kuitenkin useiden epävarmojen oletusten summana hyvin epävarmaa. Ensimmäisenä oletuksena tarvittaisiin arvio luvussa 4 analysoitujen suorien selvityskustannusten suhteellisesta osuudesta kaikista suomalaisen osakekaupan transaktiokustannuksista. Niemeläinen (2008) estimoii niiden arvoksi hieman alle prosentin todeten, että tämä ei kuitenkaan sisällä selvitysosapuolten palveluihin siirtämiä kiinteitä kustannuksia, joten on todennäköistä, että selvityksen osuus kokonaistransaktiokustannuksista on moniker-  
 tainen. Niemeläisen (2008) arvio on myös tehty ennen keskusvastapuolen tuloa ja siten ennen EFi:n uutta hinnastoa, joka kohdentaa arvo-osuusjärjestelmän kustannukset yhä suuremmissa määrin kotimaisten sijoittajien kannettavaksi. Oletetaan siis, että selvityskulujen osuus keskimääräisen suomalaisen osakekaupan transaktiokuluista on välillä 5–20 %. Luvuissa 4 ja 5 raportoitiin suoria selvityskuluja kotimaiselle ja ulkomaiselle sijoittajalle, ja todettiin, että ne ovat EFi:n nykyhinnoilla kotimaiselle sijoittajalle moninkertaiset, jopa kymmenkertaiset. Eurooppalaisiin keskiarvoihinkin verrattuna ne vaikuttivat olevan noin nelinkertaiset tai korkeammat. Ei ole siten ollenkaan mahdotonta ajatella, että ne voisivat laskea niin, että ne kotimaisen sijoittajan tasolla esimerkiksi puolittuisivat. Taulukossa 5 on arvioitu selvityskulujen puolittumisen vaikutusta kotimaisista sijoittajista riippuvaisen yrityksen pääoman kustannukseen eri oletuksilla niin pääomakustannuksesta kuin selvityskulujen osuudesta kaikista transaktiokuluista. Mallina käytetään Domowitzin ja Steilin (2001) esimerkeissään käyttämää pääomakustannuksen elastisuutta suhteessa transaktiokustannuksiin, 0,155.<sup>50</sup>

<sup>50</sup> 0,155-kokoinen elastisuus tarkoittaa että esim. yhden prosentin lasku transaktiokustannuksissa laskisi oman pääoman nettokustannusta 0,155 prosenttia.

### TAULUKKO 5. Selvityskulujen puolittamisen vaikutus pääoman kustannukseen\*)

Taulukossa arvioidaan Domowitzin ja Steilin (2001) esimerkissään käyttämiä estimaatteja käyttäen, mitkä muutokset olisivat kotimaisista sijoittajista riippuvaisen yrityksen pääomakustannuksissa (prosenttiyksikköinä), mikäli selvityskulut kotimaiselle sijoittajalle puolittuisivat.

Selvityskulujen osuus kaikista transaktiokuluista	Yrityksen pääomakustannus		
	8 %	10 %	12 %
5 %	-0,031 %	-0,03875 %	-0,0465 %
10 %	-0,062 %	-0,0775 %	-0,093 %
20 %	-0,124 %	-0,155 %	-0,186 %

\*) Jos selvityskulut muodostavat esimerkiksi 10 % kaikista transaktiokustannuksista, ja sitten puolittuvat, kokonaistransaktiokustannukset laskevat silloin 5 %.

Jotta taulukosta päästäisiin muutoksiin osakekurseissa, tarvitaan vielä lisäoletuksia. Oletetaan, että osinko (D) on 3 euroa/vuosi. Tällöin 8 % tuottovaatimus (r) antaa ikuisen kassavirran kaavalla ( $P = D / r$ ) hinnaksi (P) 37,50 euroa. Jos selvityskulut olisivat 10 % kaikista transaktiokuluista, ja puolittuisivat, eli kaikki transaktiokustannukset laskisivat 5 %, laskisi tuottovaatimus 0,062 prosenttiyksikköä tasolle 7,938 %. Osakkeen uudeksi hinnaksi tulisi 37,793 euroa eli nousua olisi 0,78 %. Parhaimmassakin tapauksessa (tuottovaatimus 12 %, selvityskulut 20 % kaikista transaktiokuluista) suora vaikutus olisi taulukon 5 oletuksilla vain noin 1,6 %:n kurssinousu. Mikäli transaktiokulut menevät suuremmalla kertoimella likviditeetti-preemioon, kuten Jang, Hyeng, Hong ja Loewensteinin (2007) analyysi ehdottaa, voisi vaikutus olla edellä laskettuihin verrattuna moninkertainen. Esim. 0,3 prosenttiyksikön pudotus likviditeetti-preemiossa, joka on tuottovaatimuksen osa, laskisi tuottovaatimusta ensimmäisessä esimerkissä tasolle 7,7 %, jolloin osakekurssivaikutus olisi jo 3,9 %.

Sijoittaja saisi kuitenkin moniportaisen hallinnan kautta myös muita hyötyjä. On odotettavaa, että suomalaisen markkinan kiinnostus kasvaisi ulkomaisten omaisuudenhoitajien silmissä, kun näiden ei tarvitsisi sopeuttaa järjestelmiään suomalaisten sijoittajien erilaista kohtelua silmällä pitäen. Tämä todennäköisesti avaisi myös edullisemmat väylät ulkomaiseen suoraan osakesijoittamiseen. Vaikkakin osakemarkkinakorrelaatiot ovat olleet kasvussa, kansainvälinen hajautus tarjoaa vielä lisähyötyä sijoittajalle, ja tämän entistä edullisempi hyödyntäminen olisi toivottavaa. Hajauttamisen hyötyä voidaan valaista sillä, että sijoittajalle, jonka salkun Sharpen mittarin arvo<sup>51</sup> on esim. 0,4, volatiliiteetin kymmenesosan pudotus hajautuksen ansiosta kasvattaisi Sharpen mittaria samalla määrällä kuin 11,1 %:n parannus ylituotossa.

<sup>51</sup> Sharpen mittari on yleinen salkkuvertailussa käytetty riskin huomioiva tuottomittari, ja se lasketaan jakamalla sijoituksen ylituotto (tuotto yli riskittömän rahamarkkinakoron) sijoituksen volatiliiteetillä.

Moniportaiseen hallintamalliin mahdollisesti siirryttäessä olisi tärkeää analysoida, miten suoran arvo-osuustilin mahdollisuus olisi mahdollista säilyttää kohtuuhintaisena vaihtoehtona suomalaiselle sijoittajalle. Ruotsin hybridimallissa molemmat vaihtoehdot ovat toiminnassa, mutta koska rahoituskuvio on erilainen (liikkeeseenlaskijat ovat järjestelmän alusta lähtien osallistuneet suoran hallinnan kustannuksiin toisella tavalla kuin Suomessa), Ruotsin tyyppisen mallin seuraaminen ei liene mahdollista. On todennäköistä ja luultavasti väistämätöntä, että suoran rekisteröinnin kustannus tulee ainakin kasvamaan, mutta sen kohtuuhintainen mahdollisuus olisi toivottavaa. Paljon riippuu sijoittajien käyttäytymisestä ja kilpailun kasvusta markkinoilla.

### 6.3 Yhteenveto

Tässä luvussa tarkasteltiin moniportaisen hallinnan vaikutusta suomalaisiin sijoittajiin. Hintavaikutukset kohdistuisivat ensisijaisesti selvityskustannuksiin näitä alentaen, ja vasta toissijaisesti kasvavan kilpailun kautta myös muihin transaktiokustannuksiin. Lisäksi laskettiin varovaisia arvioita siitä, mitkä voisivat olla moniportaisuuden suorat vaikutukset transaktiokustannusten kautta ja epäsuorat hintavaikutukset osakekurssien vahvistumisen ja markkinoiden likviditeetin parantumisen kautta. Nämä varovaiset arviot päättyivät muutaman (2–3) miljoonan vuosisäästöihin transaktiokustannuksissa, ja 50–75 miljoonan nykyarvon kokoisiin kokonaissäästöihin (4 %:n tuottovaatimuksella) yli äärettömän horisontin.

Koska alentuvat transaktiokustannukset heijastunevat ja nostanevat osakekurssija, tein myös varovaisia arvioita näistä vaikutuksista. Jos vaikutukset rajoittuvat selvityskuluihin, ja käytetään varovaista arviota osakkeen tuottovaatimuksen transaktiokustannusjoustosta, kurssivaikutukset lienevät puolen ja puolentoista prosentin välillä. Toisaalta, jos kilpailu laskee voimakkaammin kaupankäynnin kuluja, ja mikäli likviditeettipreemion riippuvuus transaktiokustannuksista on lähempänä yhtä, vaikutukset voivat helposti olla huomattavasti suuremmat.



## 7 Moniportaisuuden vaikutuksista: Liikkeeseenlaskijat ja listautujat

Liikkeeseenlaskijoiden ensisijainen tavoite listautuessaan on pääoman hankinta mahdollisimman kohtuullisilla kustannuksilla. Suomalaiset liikkeeseenlaskijat, eli yritykset, joiden arvopaperit ovat julkisen kaupankäynnin kohteena, joutuvat nykyisin liittymään arvo-osuusjärjestelmään. Liikkeeseenlaskijat osallistuvat arvo-osuusjärjestelmän kustannuksiin.<sup>52</sup> Moniportaisen hallinnan laajentamisella kotimaisille sijoittajille olisi vaikutuksia niin liikkeeseenlaskijoiden suoriin kustannuksiin, kuin myös enemmän epäsuorasti mahdollisen pääomakustannukseen kohdistuvan vaikutuksen kautta. Analysoin ensin suoria kustannusvaikutuksia ja sitten mahdollisia muita vaikutuksia, kuten vaikutuksia pääomakustannuksen kautta.

### 7.1 Suorat kustannusvaikutukset

Liikkeeseenlaskijat tarvitsevat osakastietoja esimerkiksi yhtiökokouksia, yhtiötapahtumia (kuten osakeanteja), tiedotteita ja osingonmaksuja varten. Tämän lisäksi yritykset ovat vaihtelevassa määrin kiinnostuneita suuremmista muutoksista omistajakannassaan. Monille jälkimmäistä varten kuitenkin riittää saada arvopaperimarkkinalain mukaista tietoa liputusseurannan kautta.

Arvopaperien keskitetyllä hallinnalla on monia hyötyjä liikkeeseenlaskijoiden kannalta. Esimerkiksi velvollisuus ylläpitää osakasluetteloa käytännössä hoituu kotimaisten sijoittajien osalta APK:n tuottamalla informaatiolla. Myös yhtiötapahtumien toteuttamisessa keskitetty tieto omistajista on eduksi. Toisaalta noin puolet suomalaisten osakkeiden omistajista on ulkomaalaisia, jotka pääosin jo ovat moniportaisessa järjestelmässä. Näiden kohdalla tiedonsaanti omistajista arvo-osuusrekisterin tietoja käyttämällä pysähtyy jo nyt yleensä

---

<sup>52</sup> Edellä arvioitiin, että Euroclearin tuotot muodostuvat kolmesta pääryhmästä suurin piirtein tasaosuuksin: liikkeeseenlaskijoilta perittävistä palkkioista, selvitysosapuolilta perittävistä palkkioista ja tilinhoitajayhteisöiltä perittävistä palkkioista.

ensimmäiseen portaaseen moniportaisessa hallintajärjestelmässä. Monien yhtiöiden kohdalla tarkempi tiedonsaanti edellyttää jo nyt kansainvälisten omistustietoihin erikoistuneiden hakupalvelujen (ns. *shareholder identification* -palveluiden) käyttöä säännöllisesti, esimerkiksi kerran kuukaudessa.<sup>53</sup> Tässä suhteessa moniportainen järjestelmä ei välttämättä tuo suurta muutosta.

Moniportaisen järjestelmän laajentaminen muuttaisi osingonmaksun tapaa kotimaisten osakkaiden osalta sikäli, että yritys maksaisi brutto-osingot suoraan eteenpäin välittäjille, jotka suorittaisivat ennakonpidätyksen. Tällä hetkellä osingonmaksujen toteuttaminen on järjestetty liikkeeseenlaskijoiden, tilinhoitajien ja APK:n yhteistoimintana. Kustannusvaikutukset liikkeeseenlaskijoiden kohdalta liittyisivät lähinnä brutto-osingosta johtuvaan aikaistettuun veronmaksuun seuraavalle portaalle (sen korkovaikutukseen) ja APK-maksujen osittaisesta muuttumisesta välittäjille maksettaviin korvauksiin. Sama pätee yhtiötapahtumiin: pääomajärjestelyt toteutettaneen pääosin säilyttäjyhteisöjen tilitasolla, ja säilyttäjyhteisöt olisivat velvollisia hoitamaan transaktiot eteenpäin seuraavalle portaalle. Moniportaisessa järjestelmässä liikkeeseenlaskijoiden tulisi entistä suuremmassa määrin sopia teknisestä toteuttamisesta suoraan tilinhoitajayhteisöjen kanssa. Jälleen on syytä kuitenkin todeta, että mittausajankohdasta riippuen noin 40–60 % suomalaisista osakkeista on ulkomaalaisomisteisia ja yleensä jo moniportaisessa järjestelmässä, joten liikkeeseenlaskijoilla ja välittäjillä on jo hyvät valmiudet omaisuustapahtumien hoitoon moniportaisessa mallissa. Todettakoon myös, että Suomessa EFi, toisin kuin muut arvopaperikeskukset, tarjoaa pääomajärjestelyihin ja osingonmaksuihin liittyviä palveluja.<sup>54</sup>

<sup>53</sup> Nämä keräävät tiedot ottamalla säännöllisesti yhteyttä suureen määrään kansainvälisiä sijoittajia, pääosin institutionaalisia sijoittajia. Kyse on kuitenkin ”haastattelutietoon” verrattavissa olevasta tiedosta, joka voi olla vilkkaan kaupankäynnin johdosta nopeasti vanhentunut, ja voi myös jättää joitakin omistajia huomiotta. Toisaalta listaussäännöt edellyttävät kaikkien suurten sijoittajien ”liputusilmoituksia”, jotka – ellei lakeja rikota – johtavat ainakin näiden identifiointumiseen.

<sup>54</sup> Arvo-osuusjärjestelmässä EFi vastaa pääomajärjestelyjen virheettömästä prosessoinnista ja ohjeistaa tilinhoitajayhteisöjä ja liikkeeseenlaskijoita. EFi:n palveluihin kuuluu mm. pääomajärjestelyjen sopiminen liikkeeseenlaskijan sekä pörssin kanssa, ja ehtojen ohjeistaminen tilinhoitajayhteisöille. Osingonmaksuissa tilinhoitajat nykyisin raportoivat veronpidätystiedot EFi:lle, joka päivittää tiedon liikkeeseenlaskijan verohallinnon verotilille ja raportoi liikkeellelaskijalle. Kyseisten tietojen pohjalta liikkeeseenlaskijat tilittävät rahat verotilille eräpäivinä. Pääomajärjestelypalveluja tullaan kehittämään tulevaisuudessa EFi:ssä. Meneillään olevassa EFi:n ja Euroclear Swedenin Single Platform -migraatioprojektissa määritellään yhtiötapahtumien tulevia palveluja, ja projekti sisältää myös osingonmaksujen harmonisointi- ja palvelun kehittämistavoitteet.

## 7.2 Muut vaikutukset

Luvussa 6 analysoitiin mahdollisen moniportaisen hallinnan taloudellisia vaikutuksia sijoittajiin. Niistä yksi oli sijoitusomaisuuden mahdollinen arvonnousu sen johdosta, että sijoitukselta vaadittu tuottovaatimus laskisi, koska sijoittamisen kustannukset laskevat, niiden likviditeetti paranee ja likviditeettipreemio (tuottovaatimuksen osana) laskee.

Sijoittajien tuottovaatimus on yrityksille niiden pääomakustannus, joten samat vaikutukset kohdistuisivat listayhtiöihin. Luvussa 6 haarukoitiin pääomakustannuksen alenemista kahdella tavalla: toisaalta soveltaen Domowitzin ja Steilin (2001) esimerkeissään käyttämää suhteellisen alhaista pääomakustannuksen elastisuutta suhteessa transaktiokustannuksiin, ja toisaalta seuraten varovasti Jang, Hyeng, Hong ja Loewensteinia (2007), joiden analyysi indikoi, että transaktiokustannusten vaikutus likviditeettipreemioon voi olla suuri, jolloin yhteisvaikutus voisi olla monikertainen. Ensimmäinen esimerkki antoi pääomakustannuksen laskuksi jotain 0,3 ja 0,19 prosenttiyksikön välillä (riippuen korkotasosta, selvityskustannusten suhteellisesta osuudesta kaikista transaktiokustannuksista, ja siitä, paljonko selvityskustannukset laskevat; esimerkissä oli oletettu, että ne voisivat puolittaa kotimaiselle sijoittajalle).<sup>55</sup> Jos vaikutus on moninkertainen, se voisi tuottaa helpommin usean kymmenen korkopisteen muutoksen pääomakustannuksesta.

Pääoman hinta vaikuttaa yritysten investointihalukkuuteen<sup>56</sup> ja investoinnit talouskasvuun. Esim. Bassanini ja Scarpetta (2001) saivat laajassa paneeliaineistossa bruttokansantuotteen investointijoustoksi (suhteessa yksityisen yrityssektorin ei-kiinteistösidonnaisiin kiinteisiin investointeihin) noin 0,3 ympärillä olevia kertoimia, ja korkeamman vaikutuksen, kun T&K-menot huomioitiin. Edellä mainittujen joustoestimaattien ketjuttaminen antaa arvion pääomakustannuksen muutoksesta investointien kasvuun ja eteenpäin BKT:n muutokseen. Jos kotimaiset selvityskustannukset puolittuisivat (-50 %:n muutos) ja muodostaisivat 10 % kaikista transaktiokustannuksista (eli kokonaistransaktiokustannuksien muutos olisi -5 %), laskisi kotimaisista sijoittajista riippuvaisen yhtiöiden pääomakustannus 0,155:n joustolla -0,775 %. Joustolla -1 niiden investoinnit kasvaisivat +0,775 %. BKT-vaikutus riippuisi tällaisten yritysten suhteellisesta osuudesta. Jos arvioidaan varovasti sen olevan 30 %, olisi BKT-vaikutus joustolla 0,3 yhtä kuin 0,07 %, mikä vuoden 2009 arvioidulla BKT-tasolla (171,0 miljardia)<sup>57</sup> merkitsisi 119,7 miljoonan euron kasvua.<sup>58</sup> On kui-

<sup>55</sup> Tämäkin vaikutus kohdistuisi lähinnä sellaisiin yrityksiin, joiden ns. marginaaliset sijoittajat ovat kotimaisia.

<sup>56</sup> Katso esim. Hasset ja Hubbard (1996), joiden mukaan investointien pääomakustannusjousto olisi -0,5 ja -1,0 välillä, ja Gilchrist ja Zakrajekin (2007), jotka raportoivat joustoksi jotain -0,5 ja -0,75 välillä.

<sup>57</sup> Tilastokeskuksen tilastoja, [http://www.stat.fi/tup/suoluk/suoluk\\_kansantalous.html#markkinahintaan](http://www.stat.fi/tup/suoluk/suoluk_kansantalous.html#markkinahintaan)

<sup>58</sup> Käyttäen hieman erilaisia oletuksia ja joustoja (mm. alhaisempi transaktiokustannusten lasku, mutta koko markkinalle) Niemeläinen (2009) päätyi vuoden 2008 alhaisempaa BKT-tasoa käyttäen noin 50–80 miljoonan euron kasvuun.

tenkin syytä korostaa, että tällaiset arviot ovat erittäin epävarmoja, koska ne perustuvat lukuisten itsessäänkin jo usein hyvin epävarmojen oletusten ketjuun.

Moniportaisuus todennäköisesti kasvattaisi markkinoiden likviditeettiä. Tämä kasvattaisi mielenkiintoa kansallista pörssiä kohtaan, ja todennäköisesti jossain määrin pienentäisi yritysten halua listautua muualle / hakeutua muille kauppapaikoille. Kasvanut likviditeetti voisi myös kasvattaa listautumishalukkuutta muiden suomalaisten yhtiöiden parissa, ja parantaa niiden kasvun rahoittamista.

### 7.3 Yhteenveto

Moniportaisen hallinnan mahdollistaminen johtaisi mm. siihen, että listayhtiöiden olisi entistä suuremmassa määrin turvaututtava kaupallisiin palveluihin omistajaselvitysten hankkimiseksi. Toisaalta monet yhtiöt käyttävät näitä jo nyt säännöllisesti, koska niin suuri osa omistajista on ulkomalaisia eivätkä siten ole suoraan arvo-osuusrekisterissä. Listayhtiöt joutuisivat todennäköisesti myös entistä suuremmassa määrin sopimaan omaisuustapah-  
tumiensa toteuttamisesta suoraan tilinhoitajayhteisöjen kanssa. Lisäksi osinkojen toteuttamistapa tulisi ratkaista. Toisaalta on todennäköistä, että yhtiöiden suorat APK-maksut pienenisivät, joten suora kustannusvaikutus voi jäädä alhaiseksi. Koska suuri osa osakkeista on ulkomaalaisomisteisia ja samalla nytkin moniportaisessa järjestelmässä, liikkeeseenlaskijoilla ja välittäjillä on jo nyt hyvät valmiudet toimia moniportaisessa mallissa.

Moniportainen hallinta todennäköisesti laskee kotimaisista sijoittajista riippuvaisten yritysten pääomakustannusta ja parantaa niiden likviditeettiä. Tämä suosii investointeja jotka puolestaan kasvattavat BKT:tä. Myös pörssi hyötyy tästä, kun sen mielenkiinto markkinapaikkana kasvaa.

## 8 Moniportaisuuden vaikutuksista: Yhteiskunta ja viranomaiset

Tässä luvussa käsitellään moniportaisen hallinnan laajentamisen vaikutuksia eri viranomaistahoihin. Keskeiseksi tahoiksi on katsottu veroviranomaiset ja Finanssivalvonta markkinavalvojana. Koska moniportainen malli on tärkeä T2S-hankkeen kustannusten kannalta ja myös koska arvopaperikaupan selvityksessä keskuspankkirahalla on keskeinen rooli, käsitellään tässä yhteydessä myös Suomen Pankkia.

### 8.1 Veroviranomaiset

Veroviranomaiset saavat nykyjärjestelmässä useista lähteistä tietoja sijoittajien arvopaperikaupoista. APK:n järjestelmästä on mahdollista saada tietoja sinne rekisteröityjen omistajien kauppatahtumista. Lisäksi välittäjät toimittavat verottajalle vuosi-ilmoituksia arvopaperikaupoista.<sup>59</sup> Molemmat tiedot ovat verottajalle tärkeitä, koska APK:n tiedot eivät sisällä tietoa kauppahinnoista eivätkä – ainakaan suoranaisesti – pääomatapahtumista.

Moniportaisessa mallissa ilman tiukempaa tiedonsaantia tukevaa lisä sääntelyä veroviranomaisten tiedonsaanti huononee selvästi niin kotimaisten sijoittajien osinkojen kuin luovutusvoittojen suhteen. Veroviranomaiset ovat huolissaan siitä, että tietojen ns. massaprosessointi kärsii. Yhtäältä ulkomaiset palveluntarjoajat (välittäjä ja omaisuudenhoitaja) saanevat yhä suuremman markkinaosuuden suomalaisten Suomeen tapahtuvissa sijoituksissa ja toisaalta useammassa maassa toimivien palveluiden tarjoajat keskittänevät omaisuudenhoito- ja välitystoimintaansa vähintäänkin Pohjoismaissa yhä laajemmin. Mikäli näitä omistuksia ei rekisteröidä Suomen arvo-osuusjärjestelmään, Verohallinto tarvitsee jatkossa yhä laajemmin tietoja suoraan näiltä omaisuudenhoitajilta. Paitsi että tiedon keräämiseen ja toimittamiseen liittyy lisäkustannuksia, ongelmana on veroviranomaisten toimivallan rajoittuminen Suomeen,

<sup>59</sup> Etävälittäjät tosin huonosti, eikä verottajalla ole tehokkaita sanktiomahdollisuuksia näihin nähden.

jonka vuoksi tehokkaita sanktioita ulkomaisille toimijoille ei ole. Myös suomalainen verovelvollinen, joka on nauttinut esitetytyn veroilmoituksen helpoudesta, saisi todennäköisesti jatkossa tehdä enemmän töitä veroilmoituksen laatimiseksi. Toisaalta omaisuudenhoitajat tarjoavat hyviä verotietoihin liittyviä palveluja, ja myyntivoitolaskelmat on nykyiselläänkin pitänyt täyttää, koska verottaja ei kohdistu verovelvollisen puolesta valmiiksi myyntisaatavia hankintahintoihin ja -kuluihin.

Verottajan kannalta mielenkiintoiset kysymykset ovat mm: 1) tulevatko osinkopidätykset oikein toteutetuiksi moniportaisessa järjestelmässä, 2) lisääntykö veronkierto.<sup>60</sup>

Ensimmäinen huoli perustuu siihen, että moniportaisessa järjestelmässä sijoittaja voi olla syvällä hallintaketjussa, ja riski sen suhteen, että etävälittäjä tulkitsee väärin sijoittajan verostatuksen (verovapaa, lähdeverovelvollinen ja millä prosentilla, vai osingon ennakkopidätyksen alainen), voi kasvaa. Toisaalta näin voi käydä jo nykyisin, varsinkin ulkomaisten sijoittajien lähdeveron osalta.<sup>61</sup> Voi myös olla mahdollista, että moniportaisuuden lisääntyessä etävälittäjien kiinnostus suomalaisiin osakkeisiin kasvaa, mikä johtaa laajempaan koontitilien käyttöön niin suomalaisten kuin eri maista tulevien ulkomaisten sijoittajien osalta. EU:ssa on myös hankkeita lähdeveromenettelyn suhteen, joka pienentäisi väärän osinkoprosentin riskiä.

Toinen kysymys koskee veronkiertoa. Selvää on, että moniportaisessa hallintaketjussa sijoittaja voi piiloutua syvemmälle sellaisen etävälittäjän hoidettavaksi, jolla itsellään ei ole suoraa raportointivelvollisuutta Suomen veroviranomaisille. Toisaalta verovelvollinen on vastuussa siitä, että raportoi itse tiedot veroviranomaisille, ja tekee rikoksen jättäessään sen tekemättä. Talousrikollisuudesta saadut tuomiot vaikuttavat lisäksi kiristyneen moneen muuhun rikosmuotoon verrattuna.

Auvinen (2008) on pyrkinyt selvittämään, missä määrin raporttoimatta jättämistä esiintyy nykyjärjestelmässä. Hän yhdistää ansiokkaasti verottajan saamat tiedot vuosilta 2002–2005 kaupankäyntidataan APK:sta. Raportin mukaan hyvin pieni osa varsinaisista raportointivelvollisista jättää kaupat ilmoittamatta. Suomalaisten välittäjien kauppojen arvosta vaikuttaisi vain 0,69 % jäävän raporttoimatta, ja ulkomaisten Suomessa sivukonttorin kautta operoivien välittäjien osalta 0,00 %.

<sup>60</sup> Verottaja on myös huolissaan siitä, pystyykö Suomi hoitamaan kansainväliset veloitteensa. Nykymuotoisessa viranomaisalaisessa hallintarekisteröinnissä ulkomaiset toimijat voisivat mahdollisesti kiertää oman maansa verotusta ilman, että Suomen veroviranomaiset voisivat antaa tarvittavaa virka-apua. Vastaavasti emme voi olettaa saavamme virka-apua muista maista näiltä osin. Mutta tämä ongelmahan on jo olemassa nykyjärjestelmässä eikä Suomen mahdollisuus hoitaa kansainvälisiä veloitteitaan vaikuta tässä perspektiivissä huonommalta kuin kaikkien muidenkaan moniportaisessa mallissa olevien maiden.

<sup>61</sup> Suomessa lähdeveroprosentti riippuu verosopimuksesta Suomen ja sijoittajan kotivaltion välillä, ja siis vaihtelee maittain. Jos etävälittäjä ei tarkkaan tunne järjestelmää, voi hän veloitaa väärän suuruisen lähdeveroprosentin. Mutta tämä riski ei mitenkään liity moniportaisen mahdollistamiseen suomalaisille sijoittajille, koska väärän lähdeveroprosentin perimisen riski koskee ulkomaisia sijoittajia jotka jo nyt pääosin ovat moniportaisessa järjestelmässä.

Sen sijaan 86,15 % etävälittäjien kauppojen arvoista ei ollut yhdistettävissä veroviranomaisille raportoituihin vuosi-ilmoituksiin. Jälkimmäisten kauppojen suuresta kauppakoosta johtuen noin 47 % pörssikauppojen volyymistä jäi ilmoittamatta. Auvinen pyrkii mallittamaan, mitkä muuttajat identifioivat kotimaisen sijoittajan tekemät kaupat aineistossa, ja mallin parametreja käyttäen arvioi, kuinka suuri määrä etävälittäjien raportoimattomista kaupoista voisi olla suomalaisia. Analyysi on kuitenkin ongelmallista monesta syystä. Ensinnäkin malli voidaan estimoida vain seitsemälle kuukaudelle vuoden 2005 aikana, koska sitä ennen raportoivia etävälittäjiä oli niin vähän, ja viiden kuukauden raportit vuodelta 2005 puuttuivat. Toiseksi, selittävät muuttujat ovat kovin karkeita ja on vaikea tietää, miten ne toimivat ei-raportoivien etävälittäjien asiakkunnassa.<sup>62</sup> Auvisen mallin mukaan 1,84 % etävälittäjien ei-raportoidusta kaupankäyntivolyyymistä olisi suomalaista ja siten potentiaalista veronkiertoa. Potentiaalisesti menetettyjä verotuloja olisi ollut 118 miljoonaa euroa, laajalla luottamusvälillä (-227 miljoonaa, +464 miljoonaa). Auvinen toteaa, ettei ole suotavaa vetää tuloksista vahvoja johtopäätöksiä, koska veromenetykset ja kaupankäyntivolyyymi 95 % luottamusvälin alarajalla ovat vahvasti negatiiviset.

Moniportaisuuteen liittyen julkisuudessa tunnutaan pelkäävän veronkierron huimaa kasvua. Ei kuitenkaan ole näyttöä siitä, että näin tulisi tapahtumaan. Ottaen huomioon mahdollisuuden olemassaolon jo nykyjärjestelmässä (päivänsisäiset kaupat, joiden raportointi on sijoittajan vastuulla osakekaupankäynnin keskusvastapuoliselvityksessä tapahtuvan nettouttamisen johdosta, moniportaiseen järjestelmään piiloutumisen mahdollisuuden ei-raportoivan etävälittäjän kautta), on vaikea nähdä, että tällainen talousrikollisuus vahvasti kasvaisi varsinkin, kun se on kriminalisoitua. Myös Auvisen (2008) tulokset viittaavat siihen, että etävälittäjien asiakkaina on huomattavan vähän suomalaisia, ja hänen käyttämiensä tietokonealgoritmien lopputuloksena saatujen ”kohdistamattomien, ei-raportoitujen” osakekauppojen (kun verotietoja ja kaupankäyntitilastoja verrattiin) vaikutukset jäivät virhemarginaalin sisään.<sup>63</sup>

<sup>62</sup> Auvinen toteaa myös, että päiväkauppa on yleisempää välittäjillä ja että päiväkaupassa on vaikeaa päästä suurin tuottoihin (katso esim. Linnainmaa (2005)). Malli voi tästäkin syystä yliarvioida veromenetyksiä.

<sup>63</sup> Verotulojen merkitys on sinänsä suuri, verottajan arvion mukaan esim. yhden prosentin muutos keskimääräisessä lähdeveroprosentissa vastaa noin 50 miljoonaa euroa verotuloissa. Toisaalta suuri osa (40–60 %) suomalaisten yhtiöiden osakkaista on jo ulkomaalaisia ja moniportaisessa järjestelmässä, ja näiden osalta mikään ei muuttuisi. Verottaja on myös arvioinut, että jos esim. 5 % suomalaisten luonnollisten henkilöiden (pois lukien oikeushenkilöt) nykyjärjestelmässä rekisteröidyistä osinkotuloista jäisi verottamatta, pienensivät verotettavat tulot vuoden 2008 tietojen perusteella 180 miljoonaa euroa. 19,6 % osinkoveroprosentilla veromenetys olisi 35,28 miljoonaa euroa. Toisaalta on aika epätodennäköistä, että näin suuri osa suomalaisista voisi piiloutua 0 %:n lähdeverokannan alle. Jos heidän lähdeverokantansa olisi keskimäärin 15 %, verotulojen menetys laskisi 8,28 miljoonaan euroon.

## 8.2 Finanssivalvonta ja Suomen Pankki

Sisäpiirikauppojen valvonta kuuluu osana Finanssivalvonnan (Fivan) tehtäväkenttään. Nykyjärjestelmässä Fiva saa ilmoitusvelvollisten sisäpiiriläisten ja muiden suomalaisten sijoittajien osalta suoraa kaupankäyntidataa APK:sta. Tällainen menettely poikkeaa useimmissa muissa maissa käytetyistä – yleisintä on se että sisäpiiriläiset itse raportoivat kaupoistaan - mutta on ollut tehokas ja helppo rakentaa elektronisen tiedon ollessa jo olemassa keskitetysti APK:ssa. Ulkomaisten sijoittajien kaupankäynnin osalta valvonta edellyttää Fivan ja ulkomaisten valvontaviranomaisten välistä tietojenvaihtoa. Moniportaisuuden seurauksena sama tietojenvaihtomenettely tulisi koskemaan myös säilytysketjussa olevia suomalaisia sijoittajia. Kaupankäynnin valvonnan kannalta olennaista on EU-laajuisen arvopaperinvälittäjien kaupparaportointiin perustuvan, osin vielä kehitteillä olevan, valvontajärjestelmän kattavuus ja toimintavarmuus.

Keskusvastapuolen tulo markkinoille on jo nyt osaltaan romuttanut vanhan SIRE-järjestelmän. Mikäli sisäpiiriläinen käy päivän sisäistä kauppaa, päätyy nettoutuksen vuoksi APK-tasolle asti ainoastaan arvopaperilajikohtaiset nettomuutokset hänen omistuksessaan. Siten raportointivastuu joidenkin kotimaisten kauppojen osalta on jo sisäpiiriläisten tehtävänä. Mikäli moniportaiseen järjestelmään siirytään, on nykyinen SIRE-järjestelmä täysin korvattava uudella. Koska nykyjärjestelmässä on muitakin hankaluuksia – kuten se, että sisäpiiriläiset raportoivat muutoksista luottamustehtävässä Fivan lomakkeella erikseen samasta muutoksesta jokaiselle yhtiölle, jossa heillä on luottamustehtäviä, sen sijaan että tekisivät sen kerran keskitetysti. Olisi hyvä, jos koko järjestelmää tarkasteltaisiin kokonaisuutena ja pyrittäisiin luomaan keskitetysti hoidettu elektroninen järjestelmä. Luonteva järjestelmän ylläpitäjä voisi olla joko Fiva tai EFi, joista jälkimmäinen voisi hyödyntää jo olemassa olevaa järjestelmää. Uuden järjestelmän luominen lisää kustannuksia, mutta nykyjärjestelmä kaivannee joka tapauksessa parannusta keskusvastapuolen tulon vuoksi.

On epätodennäköistä, että moniportainen hallinta lisää sisäpiiririkoksia. Sisäpiiririkos on kriminalisoitu, vaikuttaa ratkaisevasti siihen syyllistyvän henkilön uraan, ja toisaalta jo nykyjärjestelmä tarjoaa piiloutumisen mahdollisuuksia bulvaanien avulla sellaisia kaipaaville.

Toinen viranomaistaho, jota moniportainen hallinto koskee, on keskuspankki. Suomen Pankki on mukana euroalueen ns. TARGET2-Securities (T2S) -hankkeessa. Hanke on suuri askel kohti yhtenäistä eurooppalaista markkinaa arvopapereille, ja sen päätavoitteena on poistaa rajat ylittävän osakeselvityksen esteitä. Suora omistus on huomioitu T2S:n toiminnallisuuksia määritettäessä. Suomen markkina, yhteistyössä viranomaisten kanssa, selvittää parhaillaan eri tilirakennevaihtoehtojen (esim. kaikki suoran omistuksen tilit T2S:ään, vain koontitilit T2S:ään, näiden yhdistelmä) vaikutuksia. T2S:n hinnoittelu on kuitenkin vielä avoinna, joten eri vaihtoehtojen T2S-kustannuksia ei voida arvioida.



T2S-kustannukset muodostavat vain osan markkinan kokonaiskustannuksista. Lisäksi olisi huomioitava markkinaosapuolten (ml. APK/EFi) kustannukset. Eri tilirakenne-vaihtoehdoilla on erilaiset vaikutukset siihen, kuinka kustannustehokkaasti suomalaiset markkinaosapuolet (ml. APK/EFi) voivat hyödyntää T2S:n tarjoamia palveluja (esim. mihin mittaan saakka pystytään luopumaan nykyisistä järjestelmistä, kuinka hyvin suora yhteyttä T2S:ään voidaan hyödyntää). Olisi toivottavaa, että olisimme moniportaisessa järjestelmässä hankkeen toteutuessa, jotta Suomen markkinalla olisi mahdollisuus ilman lainsäädännöllisiä esteitä valita kokonaiskustannuksiltaan tehokkain ratkaisu T2S:ään liittymiseksi.

### 8.3 Yhteenveto

Moniportainen hallinta vaikeuttaa tarkan omistaja- ja verotustiedon saamista. Koska jo nykyjärjestelmässä veronkierto on mahdollista, eikä indikaatioita toteutuvasta laajamittaisesta veronkierrosta osakekauppojen suhteen ole, ei ole uskottavaa, että moniportainen järjestelmä avaisi laajamittaisen veronkierron. Myös sisäpiiriläisen ilmoitusvelvollisuuden suhteen pätee, että velvollisuus on viime kädessä sisäpiiriläisen omalla vastuulla, ja jo nyt ollaan tilanteessa, jossa arvo-osuus-järjestelmä ei tarjoa valvojalle suoraan kaikkia tapahtumatietoja. Moniportainen hallinta tulisi edellyttämään viranomaisten tiedonsaantivaltuuksien kehittämistä niin, että nämä saavat tarvittaessa tarkkaa tietoa myös syvemmältä moniportaisesta järjestelmästä. Lisäksi SIRE-järjestelmä tulisi luoda uudelleen. Vastaavia itseraportoinnin pohjalta toimivia keskitettyjä järjestelmiä on muualla käytössä. Lisäksi, jotta Suomen markkinat voi valita tehokkaimman tavan liittyä T2S:ään, moniportainen hallinta on selvästi toivottavaa.

Välittäjien viranomaisille raportoimiin omistustietoihin (katso luku 4.2.3) liittyvä keskeinen kysymys on, milloin tietojen tulisi olla pelkästään viranomaisten saatavilla ja milloin julkisia. Julkisuusperiaate on ongelmallinen monien ulkomaalaisten sijoittajien kannalta. Sen poikkeukseton toteuttaminen voi vähentää kiinnostusta suomalaisiin osakkeisiin ja vaikeuttaa yritysten pääomanhankintaa. Varsinkin omistukseltaan keskitetyissä yhtiöissä pienten omistusten merkitys esim. corporate governance -mielessä on lisäksi marginaalista. Listayhtiöiden kohdalla tietojen liputusvelvollisuuden ylittävistä omistuksista ja listayhtiöiden mahdollisesti julkistamien suurten omistajien listojen tulisi riittää yleisön tarvitsemaksi omistajainformaatioksi. Tämä on myös yleinen tilanne Pohjoismaiden ulkopuolella.



## 9 Yhteenveto taloudellisista vaikutuksista

Tässä raportissa on tarkasteltu, mitä taloudellisia vaikutuksia on sillä, jos moniportainen hallinta ja hallintarekisteröinti mahdollistetaan myös kotimaisten yhtiöiden suomalaisomistajille. Moniportaisen hallinnan mahdolliset taloudelliset vaikutukset voidaan jakaa niiden suoriin kustannusvaikutuksiin eri markkinaosapuolille ja niiden pitempiaikaisiin seurannaisvaikutuksiin.

Yhteenvetona havainnoista voidaan todeta, että sekä suorat että välilliset taloudelliset vaikutukset moniportaisen hallinnan laajentamisesta ovat selvästi positiivisia. Muutoksen vaikutukset ovat hyvin moninaisia ja laajoja sekä osittain vaikeasti arvioitavissa, minkä vuoksi muutoksella saavutettavat epäsuorat hyödyt voivat olla myös merkittävästi arvioitua suurempia. Suomen talouskasvun näkökulmasta moniportaisuudella voi olla suuri merkitys, koska se hyödyttää ennen kaikkea pieniä ja keskisuuria kotimaisessa omistuksessa olevia yrityksiä ja toisaalta koska sen eri vaikutusten yhteistuloksen voidaan arvioida lisäävän koko suomalaisen markkinapaikan kilpailukykyä sen likviditeettiä ja arvostustasoa parantamalla.

Suoriin kustannusvaikutuksiin voidaan laskea vaikutukset välittäjien, listayhtiöiden ja arvopaperikeskuksen välisissä maksuissa, samoin kuin muiden tahojen, kuten viranomaisten sopeuttamistoimet omissa prosesseissaan ja järjestelmissään. Suorien kustannusten osalta havaittiin, että nykyjärjestelmässä keskusvastapuolen markkinoille tulo on nettouttamisen ansiosta johtanut rajuihin muutoksiin selvitystapahtumien määrässä. Tämä on heijastunut Euroclear Finlandin uusiin selvitystapahtumahintoihin. Näillä uusilla hinnoilla kotimaiset selvitystapahtumat kantavat leijonanosan arvo-osuusrekisterin kustannuksista: suorat selvityskulut kotimaiselle sijoittajalle saattavat olla nykyisin jopa kymmenkertaiset ulkomaiselle sijoittajalle aiheutuviin kuluihin verrattuna. Kotimainen selvitys on myös moninkertaisesti kalliimpaa kuin eurooppalaiset keskihinnat: vertailu muihin eurooppalaisiin pörssiin osoitti, että keskiarvoihin verrattuna suorat selvityskulut kotimaiselle sijoittajalle ovat nelinkertaiset tai korkeammat. Moniportainen hallinta tulisi poistamaan kustannuseron kotimaisen ja ulkomaisen sijoittajan selvityshinnoissa suomalaisessa arvopaperikaupassa. Eri tavat arvioida tämän kustannusvaikutuksia antoivat samansuuntaisia arvioita ja viittaavat siihen, että rahassa mitattuna kyse ei kuitenkaan ole

kuin muutaman miljoonan (2–3) euron mahdollisista säästöistä suomalaisten sijoittajien vuotuisissa selvityskuluissa. Toisaalta tällaisen säästönkin nykyarvo esim. 4 %:n tuottovaatimuksella ja ikuisen kassavirran kaavalla on 50–75 miljoonaa euroa vuodessa.

Suomalaiselle sijoittajalle voi kertyä lisäkuluja, mikäli hän haluaa jatkosakin valita suoran rekisteröinnin mahdollisuuden moniportaisen hallinnan asemasta, koska on epätodennäköistä, että tällaista mahdollisuutta voitaisiin ylläpitää täysin ilmaiseksi muutoin kuin mahdollisesti täysin passiiviselle sijoittajalle. Toisaalta APK-tili on nytkin ilmainen, mutta kaupankäynti johtaa kustannuksiin. Myös yhtiökokouksiin osallistuminen voi moniportaisessa mallissa aiheuttaa lisäkustannuksia. Nettohyöty vaikuttaisi kuitenkin olevan positiivinen suorien kustannusten osalta.

Moniportainen hallinta vaikuttaisi todennäköisesti listayhtiöiden arvopaperikeskukselle maksamiin kustannuksiin alentavasti. Toisaalta omaisuustapah- tumien toisenlainen hoito – joko suuremmassa yhteistyössä välittäjien kanssa tai esim. arvopaperikeskuksen palveluja ostamalla – tulisi todennäköisesti pienentämään tai eliminoimaan tämän kustannussäästön. Listayhtiöt joutuisivat myös käyttämään aikaisempaa enemmän ostopalveluja (kansainvälisiä omistustietoihin erikoistuneita hakupalveluja) omistusrakenteensa selvittämiseksi, mutta näiden vuotuinen hintavaikutus ei ole kovin suuri, ja monelle pääosin ulkomaalaisomisteiselle yhtiölle nämä ovat jo nyt rutiinia.

Suoriin kustannuksiin voi lopulta laskea nykyisen sisäpiirijärjestelmän (SIRE-järjestelmän) täysremontin. Moniportaisessa hallinnassa sisäpiirivelvollisuus täytyy toteuttaa pääosin sisäpiiriläisten oman raportointivelvollisuuden kautta. Tämä vaatii erilaisia ohjelmia. Vaikka ohjelmistohankkeet ovat kalliita, ei tätä lisäkustannusta voisi laittaa täysin moniportaisen hallinnan laajentamisen kustannukseksi, koska nykyjärjestelmässäkkin lisäraportointivelvollisuus on tarpeen. Keskusvastapuolijärjestelmän nettouttamisen johdosta päivän sisäiset kaupat raportoidaan arvo-osuusjärjestelmään vain nettomääräisinä, ja sisäpiiriläisten on itse raportoitava niistä. Järjestelmä kaipaa siis joka tapauksessa tarkastelua. Samassa yhteydessä olisi hyvä katsoa, voisiko sisäpiiriläisten luottamustehtävien muutoksien raportoinnin keskittää yhdelle taholle: nykyisin raportoidaan kaikkiin yhtiöihin, joissa ollaan sisäpiiriläisinä. Tarvittaisiin keskitetty itseraportointiin pohjautuva järjestelmä, jonka ylläpitäjänä voisi olla Finanssivalvonta tai esim. arvopaperikeskus. Maailmalla on erilaisia hyvin toimivia malleja siitä, miten tällainen raportointi järjestetään.

Arvopaperien moniportaisen hallinnan ja hallintarekisteröinnin laajentamisen keskeisimmät suorat vaikutukset ovat tiivistettynä, että suomalaisten sijoittajien olisi edullisempaa ja tehokkaampaa sijoittaa ja erityisesti käydä kauppaa suomalaisten yhtiöiden osakkeilla. Lisäksi moniportaisen hallinnan laajentamisen tulisi voida alentaa listayhtiöiden arvo-osuusjärjestelmään liittyviä kustannuksia.

Moniportaisen hallinnan epäsuorat kustannusvaikutukset ovat suoria huomattavasti laajemmat ja moninaisemmat. Alla listataan esiin tulleita mahdollisia vaikutuksia ja havaintoja:

- Moniportaisen hallinnan voi olettaa kasvattavan kilpailua suomalaisten osakkeiden omaisuudenhoitopalveluista, kun ulkomaalaisen säilyttäjän ei tarvitse sopeuttaa järjestelmiään arvo-osuusrekisterin vaatimuksia varten. Tämä johtaa laskeviin säilytyskuluihin loppusijoittajalle ja voi myös johtaa parempaan ja edullisempaan pääsyyn ulkomaisille osakemarkkinoille, mikä tuo hajautushyötyä.
- Suomen Pankki on mukana euroalueen T2S-hankkeessa. Suomen kannalta olisi toivottavaa, että olisimme moniportaisessa järjestelmässä hankkeen toteutuessa. Kansallisten erityspiirteiden laaja huomioiminen ja muihin käyttäjiin verrattuna erilainen tilirakenne kuormittaisi järjestelmää haitaten sen tehokkuutta ja suomalaisten sijoittajien mahdollisuutta täysmääräisesti hyödyntää hankkeen rajat ylittävän osakeselvityksen ja -suorituksen esteiden poistamista.
- Moniportainen hallinta tulee vaikuttamaan tulonjakoon nykyisen arvopaperikeskuksen (Efi:n) ja välittäjien säilyttäjien välillä. Efi:n kannattavuus on kuitenkin ollut hyvä (vuoden 2008 liikevoittoprosentti oli peräti 53 %), joten katteissa vaikuttaisi olevankin laskun varaa. Miten alhaalle selvityshinnat loppuasiakkaalle laskevat, riippuu kilpailun kehitymisestä mahdollisten arvopaperikeskusten ja säilyttäjien/välittäjien välisissä suhteissa, ja tätä seikkaa on vaikea tarkalleen arvioida. On myös vaikea arvioida mahdollisuuksia ylläpitää kohtuuhintaista suoran rekisteröinnin mahdollisuutta moniportaisen vaihtoehdona – tämä riippuu täysin markkinaehtoisten arvopaperikeskusten taloudellisista mahdollisuuksista siihen koventuvassa kilpailussa, varsinkin jos järjestelmä maksaa ja vain harvat sitä hyödyntäisivät.<sup>64</sup>
- Laskevat transaktiokustannukset kasvattavat kaupankäyntivolyymejä ja parantavat osakkeiden likviditeettiä. Tämä vahvistaisi NASDAQ OMX Helsingin asemaa kauppapaikkana, mikä on tärkeää, kun vaihtoehtoiset markkinapaikat muodostavat vakavan haasteen perinteisille pörseille. Pienten ja keski suurten suomalaisten listayhtiöiden ja listalle pyrkivien yhtiöiden varainhankinnalle on erittäin tärkeää kotimaata lähellä olevan markkinapaikan houkuttelevuus sijoittajien silmissä.

<sup>64</sup> Ruotsissa siinä on onnistuttu. Siellä on 3,4 miljoonaa suorarekisteröityä tiliä, vaikka moniportainen hallinta on mahdollista myös ruotsalaisille sijoittajille. Mutta siellä liikkeeseenlaskijat ovat järjestelmän alusta osallistuneet kustannuksiin eri tavalla kuin meillä, maksaen noin 50 % järjestelmän kustannuksista. Suomessa listayhtiöt maksavat noin kolmasosan APK:n toimintakustannuksista. On kuitenkin vaikea ajatella, että nyt olisi mahdollista siirtyä Ruotsin malliin.

Laskevien transaktiokustannusten voidaan odottaa pääomittuvan arvopapereiden hintoihin. Raportissa lasketaan eri arvioita tämän vaikutuksesta osakekurssiin ja todetaan, että pääomakustannuksen (tuottovaatimuksen) transaktiokustannusjouston tasosta ja muista parametreista riippuen vaikutus voi olla vajaasta prosentista esimerkiksi lähelle neljää prosenttia. Tämä kohdistuisi lähinnä sellaisten listayhtiöiden kurssiin, joiden osakkeet ovat pääosin olleet kotimaisten sijoittajien kiinnostuksesta riippuvaisia. Moniportaisuuden laajentaminen voisi hyödyttää ennen kaikkea pieniä ja kotimaisessa omistuksessa olevia yrityksiä vahvistamalla niiden osakkeiden likviditeettiä ja arvostustasoa parantamalla.

- Yrityksen pääomakustannuksen lasku vaikuttaisi yritysten investointeihin, niiden mahdollisuuteen työllistää ja edelleen bruttokansantuotteen kasvuun. Pääomakustannuksen laskun vaikutusta BKT:hen arvioitiin käyttäen kirjallisuudesta otettuja arvioita investointien pääomakustannusjousta, BKT:n joustosta suhteessa investointeihin ja muita oletuksia. Jos esimerkiksi kotimaiset selvityskulut puolittuisivat, ja oletetaan, että selvityskulut nykytasollaan muodostavat 10 % kaikista transaktiokustannuksista, voisi pääomakustannuksen laskun vaikutus BKT:hen olla 0,07 %, mikä vuoden 2009 arvioidulla BKT-tasolla (171,0 miljardia) merkitsisi 119,7 miljoonan euron kasvua. Tällaiset arviot ovat kuitenkin monen itsessään epävarman oletuksen ketjupäättyneinä tuloksina erittäin epävarmoja.
- Moniportainen hallinta tulee myös vaikuttamaan verottajan tiedonsaantiin, koska suora tiedonsaanti arvo-osuusrekisteristä ja välittäjien raporteista ei tule antamaan tietoa kaikista suomalaisomistajista. Viranomaisten tiedonsaantia moniportaisessa järjestelmässä tulisi pyrkiä parantamaan. Toisaalta nykyjärjestelmässäkin on ollut mahdollista yrittää piiloutua moniportaisessa hallintaketjussa, koska kaikki etävälittäjät eivät ole raportointivelvollisia veroviranomaisille. Ei ole merkkejä siitä, että tämä olisi johtanut mainittavaan veronkiertoon. Keskusvastapuoli on lisäksi jo vaikuttanut veroviranomaisen tiedonsaantiin arvo-osuusrekisterin kautta, koska päivän sisäisistä kaupoista vain nettomuutokset menevät eteenpäin arvo-osuusjärjestelmään.

Arvopapereiden moniportaisen hallinnan ja hallintarekisteröinnin laajentaminen lisäisi välillisesti omaisuudenhoitopalvelujen tarjontaa suomalaisille sijoittajille. Moniportaisen hallinnan laajentaminen antaisi samalla Suomelle paremmat mahdollisuudet osallistua T2S-palveluun. Laajennus vaikuttaisi myös arvopaperikeskuksen ja välittäjien/säilyttäjien väliseen tulonjakoon.

Laskevat transaktiokustannukset kasvattavat kaupankäyntivolyyymejä ja parantavat osakkeiden likviditeettiä. Tämä vahvistaisi NASDAQ OMX Helsingin asemaa markkinapaikkana. Laskevien transaktiokustannusten voidaan odottaa pääomittuvan arvopapereiden arvostukseen. Pääomakustannuksen lasku vaikuttaisi edelleen yritysten investointeihin, niiden mahdollisuuteen

työllistää ja edelleen bruttokansantuotteen kasvuun. Yksi estimaatti pääomakustannuksen laskun vaikutuksesta BKT:hen on, että se voisi olla suuruusluokaltaan noin 120 miljoonaa euroa.

Moniportainen hallinta vaikuttaa veroviranomaisten tiedonsaantiin, koska suora tiedonsaanti arvo-osuusrekisteristä ja välittäjien raporteista ei tule antamaan tietoa kaikista suomalaisomistajista. Viranomaisten tiedonsaantia moniportaisessa järjestelmässä tulisi pyrkiä samalla tehostamaan.

Selvityshenkilö katsoo, että arvopaperien moniportaisen hallinnan ja hallintarekisteröinnin laajentaminen toisi kokonaisuudessaan sekä suoria että välillisiä kustannussäästöjä ja edistäisi arvopaperimarkkinoiden kehittymistä niin lyhyellä kuin pitemmälläkin tähtäimellä.





## 10 Muita huomioita koskien listautumisia ja markkinapaikkojen toimivuutta

Selvitystehtäväkuvauksen mukaisesti selvityshenkilö voi esittää tärkeiksi arvioimiaan seikkoja ja tekijöitä suomalaisten pienten ja keskisuurten yritysten tehokkaan vaihdannan ja listautumismahdollisuuksien edistämiseksi ja Suomessa toimivien markkinapaikkojen toimivuuden turvaamisessa. Tämän selvitystehtävän aikana olen tehnyt seuraavia havaintoja:

- Totean samoin kuin työ- ja elinkeinoministeriön selvitysmies professori Vesa Puttonen, että suomalaisten yritysten listautumisaktiiviteetti on ollut alhainen (esim. First North -listalle hakeutui vain kolme suomalaisyritystä 2007–2008) ja että vain harva yrittäjistä määrittelee itsensä kasvuyrittäjäksi. Suomen Yrittäjien ja Finnveran PK-yritysbarometrin (syksy 2009) mukaan 73 % kasvuhaluttomista ilmoittaa syyksi, että yritys on sopivan kokoinen, mikä vaikuttaa vastauksena ihmeelliseltä. Sopivankokoinen suhteessa mihin – yrittäjän omiin resursseihin, pääomaan, mahdollisten markkinoiden kokoon? Onko kuitenkin kysymys tiedon puutteesta, rahoituksen puutteesta, sääntelyviidakosta vai kovasta verotuksesta, joka leikkaa lisätuottoja ja joka varsinkin tekee lisätyöllistämisen kalliiksi? Vai onko kysymys suomalaisen yrityskulttuuriin liittyvästä liiallisesta riskien karttamisesta, jonka myös Puttonen mainitsee? Ilman tarkempaa kuvaa kasvuhaluttomuuden varsinaisista syistä, korjaavia toimenpiteitä on vaikea suositella.
- EK:n listautumiskysely, jonka ennakkotietoihin olen saanut tutustua, paljastaa että yritykset tuntevat huonosti listautumiseen liittyvät asiat ja lähinnä mielikuvien, ei faktojen pohjalta. Listayhtiön velvoitteiden noudattaminen, kuten esim. raportointivelvollisuus, koetaan raskaaksi, mutta tunnetaan toisaalta huonosti. Myös First North tunnetaan huonosti. Listautuminen oli myös harvoille yhtiöille ajankohtainen lähivuosina. Myös muissa yhteyksissä selvitystyöni yhteydessä totesin, että esim. First Northista esiintyi virheellisiä kuvia, kuten käsitys siitä että siellä olevien yritysten tulisi noudat-

taa Ruotsin corporate governance -sääntöjä. Näiltä osin on siis helppo yhtyä ”Pääomamarkkinat; Kasvun paikka” -julkaisun esitykseen talousosaamisen parantamisesta, tässä tapauksessa markkinapaikkojen suhteen.

- Verotus muodostaa nykyisellään yhden selvän esteen listautumiselle. Listaamattoman ja listayhtiön erilainen osinkoverokohtelu voi muodostaa kynnyksen, jota ei haluta ylittää. Onkin hankala räätälöidä kasvuyrittäjyyden kannustimet niin, ettei samalla aiheuteta esteitä muualle, mutta kannustamiseen tulisi pyrkiä.
- Suomessa verotus kannustaa huonosti riskinottoa (myös selvitysmies Puttosen havainto), ja meiltä myös puuttuvat muissa maissa yleiset pitkäaikaisen säästämisen kannustimet. Osakesäästäminen onkin kansainvälisesti katsottuna vähäistä Suomessa. Uudet PS-tilit eivät ole erityisen houkuttelevia, koska niissä on varsinaista verokannustinta vähän ja sekin epävarmalla pohjalla.<sup>65</sup> Yksi helppo ja muualla paljon käytössä oleva keino suosia pitkäaikaista osakesäästämistä olisi lieventää arvopaperin myyntivoittoverotuksessa käytettyä hankintameno-olettamaa reippaammin tietyn sijoituskauden (esim. 5 vuotta) jälkeen. Osakesäästämisen kansansuosion kasvattaminen palvelisi suomalaisia ja Suomen taloutta monella tavalla: osakevarallisuus tarjoaisi lisäturvaa eläkejärjestelmän haasteellisina tulevina vuosina, ja osakesäästämiseen ohjatut varat vaikuttaisivat yritysten pääomakustannusten kautta talouskasvuun ja työllisyyteen huomattavasti vahvemmin ja laajapohjaisemmin kuin asuntovarallisuuden ohjautuva säästäminen, jota tähän asti on tuettu verokannustimin.
- Pääomamarkkinoiden kehittämishankkeet etenevät usein turhan vaivalloisesti ja pääomamarkkinoiden merkittävyyttä talouskehitykselle ei tiedosteta. Esim. yhtiömuotoisten kiinteistörahastojen mahdollistavaa lakia ei ole nähty, vaikka siitä on vuosikymmenen ajan keskusteltu. Hanke pääomasijoittamisen kannustamisesta ns. sijoitusenkeliä avulla ei ole myöskään edennyt. Pelko pienistäkin ensivaiheessa mahdollisesti kertyvistä verotappioista voi tuhota Suomessa monen kehityshankkeen suhteen huomattavasti suuremmat tuottopotentialit. Riskien ylisuuri karttaminen näyttäisi siten olevan myös päättäjien ongelma.

65 Eläkesäästäjä voi vähentää säästöt 5 000 euroon asti pääomaverotuksessa nyt, ja maksaa niistä ”eläkettä” nostaessaan vastaavasti tulevaa pääomaveroa. Kukaan ei nyt tiedä kuinka korkea se silloin on, ja siihen asti varat ovat kiinni PS-tilissä. Tällaisen säästämismuodon verokannustin ei ole suuri, ja pitkä sidosaika tuo ylimääräistä veropolitiittista riskiä, jonka ainakin voisi poistaa kiinnittämällä sen johonkin verokantaan.

- Yleisenä havaintona voi todeta, että teollisuustuotteiden suurena vientimaana tunnettu Suomi on huonosti onnistunut viemään rahoituspalveluja ulkomaille, ja on ollut lähinnä ulkomaisia palveluja ostavana osapuolena. Esim. suomalaisten sijoitusrahastojen markkinointia ulkomaisille sijoittajille on haitannut se, että omistus on rekisteröitävä juuri sijoitusrahastokohtaisesti. Ehdotus sijoitusrahastojen moniportaisesta hallintamallista on eduskuntakäsittelyssä. Sen läpimeno olisi tärkeä askel suomalaisten sijoitusrahastopalvelujen kansainvälisen tarjonnan mahdollistamiseen. Epäsuorasti tällainen hyödyntäisi myös pieniä ja keskisuuria yhtiöitä, koska juuri niiden osalta ulkomainen sijoittaja voi pikemminkin olla kiinnostunut sellaisia kohteita sisältävästä hyvin hajautetusta salkusta, kuin näistä usein kovin epälikvideistä yrityksistä yksittäisinä kohteina. Myös pääomasijoittamisen mahdollistaminen sijoitusrahaston kautta (toinen meneillään oleva lakihanke) parantaisi pienten yhtiöiden pääoman saantia, samoin kuin Demarignyn (2010) raportissa mainittu ”EU-passi” pääomarahastoille.



## Viitteet

Arvopapereiden moniportainen hallinta (2002). Valtiovarainministeriö, työryhmämuistioita 14/2002.

Acharya, V. V. and Pedersen, L. H. (2005). Asset pricing with liquidity risk. *Journal of Financial Economics* 77, 375–410.

Aliber, R. Z., Chowdhry, B. and Yan S. (2003). Some Evidence that a Tobin Tax on Foreign Exchange Transactions may Increase Volatility. *European Finance Review* 7, 481–510.

Amihud, Y. (2002). Illquidity and stock returns: cross-section and time series effects. *Journal of Financial Economics* 77, 375–410.

Auvinen, O. (2008). Remote stock brokerage and tax-motivated trading. Master's thesis, Helsinki School of Economics.

Bassanini, A. and Scarpetta, S. (2001). The driving forces of economic growth Panel data evidence for the OECD countries. *OECD Economic Studies* 33, 9 – 69.

Clearstream International (2002). Cross-Border Equity Trading, Clearing & Settlement in Europe. White paper. Deutsche Börse.

Demarigny, F. (2010). An EU-listing small business act. Establishing a proportionate regulatory and financial environment for Small and Medium-sized Issuers Listed in Europe (SMILEs).

Domowitz, I., Glen, J. and Madhavan, A. (2001). Liquidity, volatility, and equity trading costs across countries and over time. *International Finance* 4, 221–255.

Domowitz, I. and Steil, B. (2001). Innovation in equity trading systems: the impact of transaction costs and cost of capital, kirjassa Steil B., Victor D.,

ja Nelson R. (toim.). 2002, *Technological Innovation and Economic Performance*, Princeton University Press.

Euroclear Finland, kuukausitilatot, [http://www.ncsd.eu/2158\\_FIN\\_ST.htm](http://www.ncsd.eu/2158_FIN_ST.htm)

Gilchrist, S. and Zakrajsekin, E. (2007). Investment and the cost of capital: new evidence from the corporate bond market. NBER Working Paper 13174.

Giovannini Group (2002). Cross-border clearing and settlement arrangements in the European Union. Economic Papers 163, European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs.

Hasset, K.A. and Hubbard, R. G. (1996). Tax policy and investment. NBER Working Paper 5683.

Hau, H. (2003). The role of transaction costs for financial volatility: Evidence from the Paris Bourse. *Journal of the European Economic Association*, 4, 862-890.

Jang, B-G, Hyeng K. K., Hong L. and Loewenstein, M. (2007) Liquidity premia and transaction costs, *Journal of Finance* 62, 2329-2366.

Lannoo, K., Levin, M. (2002). The Securities Settlement Industry in the EU: Structure, Costs and the Way Forward. CEPS Reports in Finance and Banking.

Linnainmaa, J. (2005). The individual day trader. Working paper, University of Chicago.

Listautumiskysely 2010. Elinkeinoelämän keskusliitto, tulosraportin (ennakko) versio 1.

Niemeläinen, J. (2008). Suomen osakekaupan kaupankäynti ja selvitysjärjestelmä: Toimialan tehokkuus, transaktiokustannukset ja kehityssuunnat. Valtiovarainministeriön julkaisuja.

Norden, L.L. (2009). A Brighter Future with Lower Transaction Costs? *Journal of Futures Markets* 29, 775-796.

Om forvalterregistrering av aksjer I norske selskaper (2005). NOU, Norges offentlige utredninger 2005:13.

Oxera (2007). Stamp duty: its impact and the benefits of its abolition. Report prepared for ABI, City of London Corporation, IMA and London Stock Exchange.

Oxera (2009). Monitoring prices, costs and volumes of trading and post-trading services. Report prepared for European Commission DG Internal Market and Services, July.

Puttonen, V. (2010). Julkisen kasvurahoituksen ja yritystukijärjestelmän kehittäminen. Selvitysmiehen raportti. Työ- ja elinkeinoministeriön julkaisuja; Innovaatio; 29/2010.

Pääomamarkkinat; Kasvun paikka (2009). Pörssisäätiö 2009.

Schmiedel, H., Malkamäki, M., Tarkka J. (2006). Economies of scale and technological development in securities depository and settlement systems, *Journal of Banking & Finance* 30, 1783–1806.

Suomen Arvopaperikeskus Oy, tilinpäätökset vuosille 2007 ja 2008.

Umlauf, S.R. (1993). Transaction taxes and the behavior of the Swedish stock market. *Journal of Financial Economics* 33, 227–240.

Van Cayseele, P., Wuyts, C. (2007). Cost efficiency in the European securities settlement and depository industry. *Journal of Banking & Finance* 31, 3058–3079.

Westerholm, J. (2001). The impact of transaction costs on turnover, asset prices and volatility: The case of Sweden's and Finland's security transaction tax reductions. *Liiketaloudellinen aikakauskirja* 2, 213–241.





## **Liite 1. Tahoja, joiden edustajia selvityshenkilö on haastatellut.**

Raporttia varten selvityshenkilö on haastatellut suurta määrää eri tahojen edustajia, monia useaan otteeseen ja lisäksi sähköpostikirjeenvaihdon kautta. Koska haastatelluilta on myös saatu luottamuksellista tietoa, jota raportissa on raportoitu vain esimerkiksi keskiarvojen kautta, ei tiedon identifioimisriskin johdosta yksittäisten nimien julkaisu ole mahdollista. Alla listataan ne ryhmät, joihin haastatellut kuuluvat.

### **1. OMAISUUDENHOITAJAT (säilyttäjät, välittäjät)**

- useita tahoja ml. monia yksittäisiä rahoitusalan yrityksiä ja Finanssialan Keskusliiton / Sijoitusrahastoyhdistyksen edustajia.

### **2. ARVOPAPERIPÖRSSIT JA MUUT MARKKINATAHOJEN EDUSTAJAT/ITSESÄÄTELYJÄRJESTÖT**

- mm. NASDAQ OMX Helsinki Oy, Euroclear Finland Oy, Arvopaperimarkkinayhdistys.

### **3. LIIKKEESEENLASKIJAT**

- arvopaperien liikkeeseenlaskijoiden edustajia, Listayhtiöiden neuvottelukunta.

### **4. SIJOITTAJAT**

- useita eri institutionaalisten sijoittajien edustajia, yksityisiä sijoittajia, Pörsisäätiö.

### **5. VIRANOMAISET**

- Suomen Pankki, Finanssivalvonta, valtiovarainministeriö, veroviranomaisten edustajia.

Lisäksi selvityshenkilö on keskustellut aihepiiristä ja toimeksiannosta työ- ja elinkeinoministeriön selvitysmiehen professori Vesa Puttosen kanssa.



VALTIOVARAINMINISTERIÖ  
Snellmaninkatu 1 A  
PL 28, 00023 VALTIONEUVOSTO  
Puhelin 09 160 01  
Telefaksi 09 160 33123  
[www.vm.fi](http://www.vm.fi)

32/2010  
Valtiovarainministeriön julkaisuja  
Kesäkuu 2010

ISSN 1797-9714 (pdf)  
ISBN 978-952-251-097-6 (pdf)

VM:N  
JULKAISUSARJAN  
TEEMAT:

Budjetti  
Hallinnon kehittäminen  
Kunnat  
Ohjaus ja tilivelvollisuus  
Rahoitusmarkkinat  
Taloudelliset ja  
talouspoliittiset  
katsaukset  
Valtion työmarkkinalaitos  
Verotus