



Selvitys pörssi-yhtiöiden hallintarekisteröityjen osakkaiden tietojen asettamisesta saataville julkiseen rekisteriin

Valtiovarainministeriö

31.8.2023

[kpmg.fi](https://www.kpmg.fi)

Tärkeä huomautus

Tämä selvitys on laadittu KPMG Oy Ab:n ja valtiovarainministeriön ("Tilaaaja") välisen hankintasopimuksen mukaisin ehdoin ja mukaisena. Selvitys on tarkoitettu Tilaaajan käyttöön toimeksiannomme mukaisessa tarkoituksessa. Selvityksen sisältö perustuu KPMG Oy Ab:n toimeksiannolle määriteltyyn sisältöön ja Tilaaajan ennen selvityksen laatimista hyväksymään toteutussuunnitelmaan.

Selvityksessä esitetyt näkemykset perustuvat selvityksen laatimishetkellä vallitseviin olosuhteisiin ja voimassa olevaan lainsäädäntöön sekä muuhun sääntelyyn. Lainsäädäntöön kohdistuu jatkuvasti muutoksia, joilla voi olla taannehtivia vaikutuksia ja jotka voivat johtaa seuraamuksiin tai sanktioihin. Mikäli olosuhteet, laki tai sen tulkinta muuttuu, esittämämme näkemykset voivat olla tilanteeseen soveltumattomia.

SISÄLLYS

LYHENTEET.....	5
1. Johdanto.....	7
1.1. Selvityksen tausta ja tarkoitus.....	7
1.2. Tutkimuskysymys ja rajaukset	9
1.3. Aihetta koskevat aiemmat julkaisut.....	11
1.4. Suoran ja moniportaisen omistuksen järjestelmät	14
1.5. Hallintarekisteröity omistus Suomessa	16
2. Aiheen juridinen viitekehys.....	21
2.1. Yhtiöoikeus ja arvopaperimarkkinat	21
2.1.1. Osakeyhtiölaki.....	21
2.1.2. Sisäpiiri- ja lähipiirisääntely.....	23
2.1.3. Osakkeenomistajien oikeudet -direktiivi ja sen kansallinen implementointi	24
2.1.4. Arvopaperimarkkinalaki	27
2.1.5. EU:n arvopaperikeskusasetus	28
2.2. Harmaa talous ja verotus	31
2.2.1. Verohallinnon tiedonsaanti	31
2.2.2. Verohallinnon keräämän tiedon käytöstä	34
2.3. Rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen estäminen sekä tosiasialliset edunsaajat	35
2.4. Tietojen julkisuus ja yksityisyyden suoja.....	38
2.4.1. Tietojen julkisuus, tietosuoja ja yksityisyys lainsäädännössä.....	38
2.4.2. Tietosuojasääntelyn asettamista rajoitteista	40
2.5. Juridisten keinojen alueellinen ulottuvuus.....	44
2.5.1. Yleistä	44
2.5.2. Kansallisen oikeuden ja EU-oikeuden suhde	45
2.6. EU:n sääntelykehitys, teknologia ja digitalisaatio	47
3. Kansainvälinen viitekehys ja vertaileva tutkimus	50
3.1. Vertailevan tutkimuksen rajauksista.....	50
3.2. Ruotsi	50
3.3. Norja.....	52

3.4.	Ranska	53
3.5.	Yhteenveto	54
4.	Toimintavaihtoehdot ja kehitysmahdollisuudet	56
4.1	Toimintavaihtoehtojen rajaamisesta	56
4.2.	Hallintarekisteröintikiellon laajentamisesta	57
4.3.	Valtiovarainministeriön asettaman työryhmän ehdotuksen mukainen omistusrekisteri	59
4.3.1.	Vaihtoehdon kuvaus	59
4.3.2.	Vaihtoehtoon liittyvät rajoitukset ja rasitteet	62
4.3.3.	Vaikutus tietojen saatavuuteen	65
4.3.4.	Arvioidut kustannusvaikutukset	66
4.3.5.	Vaikutukset markkinoihin ja yhteiskuntaan	67
4.3.6.	Yhteenveto	68
4.4.	Liputusvelvollisuuden rajojen muuttaminen	69
4.4.1.	Vaihtoehdon kuvaus	69
4.4.2.	Vaihtoehtoon liittyvät rajoitukset ja rasitteet	70
4.4.3.	Vaikutukset tietojen saantiin	73
4.4.4.	Arvioidut kustannusvaikutukset	74
4.4.5.	Vaikutukset markkinoihin ja yhteiskuntaan	74
4.4.6.	Yhteenveto	75
4.5.	Arvopaperikeskus tietojen julkistajana	75
4.5.1.	Vaihtoehdon kuvaus	75
4.5.2.	Vaihtoehtoon liittyvät rajoitukset ja rasitteet	79
4.5.3.	Vaikutus tietojen saatavuuteen	80
4.5.4.	Arvioidut kustannusvaikutukset	80
4.5.5.	Vaikutukset markkinoihin ja yhteiskuntaan	82
4.5.6.	Yhteenveto	82
4.6.	Yhteenveto vaihtoehtojen arvioinnista	83
5.	Yhteenveto, johtopäätökset ja suositukset	84
5.1.	Yhteenveto ja johtopäätökset	84
5.2.	Suosituksset	90
	VIITTEET	92

LYHENTEET

AML	Arvopaperimarkkinalaki 746/2012
AOJSL	Laki arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta 348/2017
APK-asetus	Arvopaperikeskusasetus (EU) 909/2014
CRS	OECD:n yhteinen raportointistandardi (Common Reporting Standard)
DAC6	Virka-apudirektiivi (6th Directive on Administrative Cooperation) (EU) 2018/822
DLT Pilot Act	Hajautetun tilikirjan teknologian pilottijärjestelmästä tukkumyyntiä varten annettu asetus (Pilot Regime for Market Infrastructures based on Distributed Ledger Technology) (EU) 2022/858
DORA	Digitaalista häiriönsietokykyä koskeva asetus (Digital Operational Resilience Act) (EU) 2022/2554
ESMA	Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen (European Securities and Markets Authority)
FATCA	Ulkomaisten tilien ja muun sijoitusvarallisuuden verotusta koskeva laki Yhdysvalloissa (Foreign Account Tax Compliance Act)
IFRS	Kansainvälinen standardi tilinpäätösten raportointiin (International Financial Reporting Standards)
MAR	Markkinoiden väärinkäyttöasetus (Market Abuse Regulation) (EU) 596/2014
MiCA	Kryptovarojen markkinoita koskeva asetus (Markets in Crypto Assets) (EU) 2023/1114
MiFID II	Rahoitusvälineiden markkinat -direktiivi (Markets in Financial Instruments Directive) 2014/65/EU
OECD	Taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestö (Organisation for Economic Co-operation and Development)
OYL	Osakeyhtiölaki 624/2006
PRH	Patentti- ja rekisterihallitus
SHRD II	Osakkeenomistajien oikeudet -muutosdirektiivi (Shareholders Rights Directive II) (EU) 2017/828
RAOJSL	Ruotsin arvopaperikeskuksia ja arvopaperitilejä koskeva laki (Lag om värdepapperscentraler och kontoföring av finansiella instrument) 1998:147
RKL	Ranskan kauppalaki (Code de commerce)

ROYL	Ruotsin osakeyhtiölaki (Aktiebolagslag) 2005:551
SipaL	Sijoituspalvelulaki 747/2012
TsA	Tietosuoja-asetus (EU) 2016/679

1. Johdanto

1.1. Selvityksen tausta ja tarkoitus

Tämä pörssiyhtiöiden hallintarekisteröityjen osakkaiden tietojen asettamista saataville julkiseen rekisteriin koskeva selvitys perustuu pääministeri Sanna Marinin hallitusohjelman kirjaukseen, jonka mukaisesti ”selvitetään, voidaanko myös pörssiyhtiöiden hallintarekisteröityjen osakkaiden tiedot asettaa saataville julkiseen rekisteriin” ja valtiovarainministeriön edellä kuvatun kirjausten perusteella KPMG Oy Ab:lle antamaan toimeksiantoon. Kyseistä hallitusohjelmaan tehtyä kirjausta on täsmennetty Harmaan talouden ja talousrikollisuuden torjunnan toimenpideohjelman kohdassa 2.2 seuraavasti:

”...Pörssiosakkeiden hallintarekisteröintiin ja omistusten läpinäkymättömyyteen liittyy harmaan talouden riskejä. Omistusten yleisöjulkisuuteen liittyviä kysymyksiä on sivuttu EU:n APK-asetuksen (909/2014) kansallisessa täytäntöönpanossa ja valtiovarainministeriön julkaisussa 30/2018 ”Pörssiyhtiöiden-omistuksen julkisuus Suomessa: EU-oikeudellinen selvitys”. Yleisöjulkisuuden parantamiseen liittyy useita oikeudellisia ja teknisiä haasteita, joita on tarpeen arvioida selvityksessä. Vaihtoehtoina yleisöjulkisuuden parantamiseksi voisi olla esimerkiksi osakkeenomistajan oikeudet -muutosdirektiivin mukaisen yhtiöiden tunnistamis- tai kyselyoikeuden hyödyntäminen tai osakeomistusta koskevan kyselyjärjestelmän, jolla kerättäisiin tietoa säilyttäjäiltä, perustaminen.

Oikeudellisista kysymyksistä merkittävin liittyy ratkaisuvaihtoehtojen EU-oikeuden mukaisuuteen, kun taas tekniset kysymykset liittyvät mm. arvopaperimarkkinoiden toimintaan, moniportaisen selvitysjärjestelmän ominaispiirteisiin ja siihen, voitaisiinko mahdollista julkiseen rekisteriin saattamista kiertää hyödyntämällä pääomamarkkinoille tavanomaisia rahoitusinstrumentteja ja markkinakäytäntöjä. Uusien järjestelmien perustaminen vaatisi myös merkittäviä resursseja.”.

Hallintarekisteröityjen osakkeiden omistustietojen läpinäkyvyyden parantamisessa on kyse arvopaperien omistajan tietojen saatavuudesta. Tietojen saatavuus on merkittävää muun muassa omistuksen julkisuuden, poliittisesti vaikutusvaltaisten henkilöiden ja muiden valtaa käyttävien tahojen valvonnan sekä harmaan talouden, veronkierron, sisäpiiriväärinkäytösten, rahanpesun ja terrorismin rahoituksen ehkäisemisen näkökulmasta.

Lähtökohtaisesti läpinäkyvyyden lisääminen kansallisesti on haastavaa, sillä arvopaperimarkkinoiden sääntelyä on suurelta osin harmonisoitu EU-tasolla ja hallintarekisteröinti on etenkin kansainvälisillä markkinoilla varsin yleistä. Kansainvälisessä kontekstissa osakkeiden omistustietoja ei pääsääntöisesti saateta lähipiirikaupankäyntiä, sisäpiirin omistuksia ja liputettuja omistusosuuksia lukuun ottamatta julkisesti saataville.¹ Keinoja rajoittavat paitsi varojen ja palveluiden vapaata liikkuvuutta ja yksittäisten henkilöiden yksityisyyden suojaa korostava EU-sääntely ja tuomioistuinratkaisut, myös oikeustieteelliset yleisperiaatteet lain ekstraterritoriaalisesta soveltumattomuudesta ja lainvalinnasta. Kyse on pohjimmiltaan toisilleen vastakkaisista oikeushyvistä ja näiden keskinäisestä vertailusta; läpinäkyvyyden lisäämisestä väärinkäytösten ehkäisemiseksi sekä toisaalta perusoikeuksista, kuten yksityisyyden suojasta ja EU:n vapaan liikkuvuuden periaatteen turvaamisesta.

Tämän selvityksen tarkoituksena on kartoittaa asian kannalta merkittävät toimintavaihtoehdot sekä toimintavaihtoehtoja koskevat rajoitukset. Toimintavaihtoja rajoittavat ensisijaisesti

¹ Ks. esim. HE 28/2016, s. 10.

oikeudelliset normit. Näin ollen selvitys keskittyy pääsääntöisesti aihepiiriä koskeviin oikeudellisiin kysymyksiin. Toimintavaihtoehtojen osalta on huomioitu nähtävissä olevat teknisesti mahdolliset vaihtoehdot. Lisäksi selvityksessä otetaan ylätasolla huomioon eri toimintavaihtoehtojen oletetut markkinavaikutukset, kuten vaikutus Suomen pääomamarkkinoiden kilpailukykyyn sekä eri pääomamarkkinatoimijoiden hallinnolliseen ja taloudelliseen taakkaan. Valtiovarainministeriön julkaisemassa tarjouspyynnössä selvityksen tarkoituksena on ilmoitettu kansallisen tietopohjan laajentaminen selvittämällä olemassa olevat keinot, jotka voisivat lisätä julkisen tiedon määrää (ulkomaisten) hallintarekisteröityjä osakkaita koskevista tiedoista suomalaisissa listayhtiöissä. Soveltuvia keinoja selvitettäessä on huomioitava eri vaihtoehtoja koskevat mahdollisuudet ja rajoitteet, joita esimerkiksi lainsäädäntö ja tekniset edellytykset voivat asettaa. Tarjouspyynnön mukaisesti selvityksessä tulee käsitellä sitä, mitä käytännön toimintavaihtoehtoja ulkomaisten osakkeenomistajien omistusten yleisöjulkisuuden lisäämiseksi ja rekisteriin saattamiseksi voidaan tunnistaa, mitkä toimintavaihtoehdot ovat toteutuskelpoisia ja mitä toteuttamisen esteitä niihin voi liittyä.²

Selvityksen tavoitteena on tuottaa informaatiota hallintarekisteröityjen osakeomistusten julkisuuden parantamisen mahdollisuuksista ja konkreettisista toimenpidevaihtoehdoista, joilla hallintarekisteröityjen osakkeiden omistustiedot voitaisiin saattaa yleisöjulkiseksi. Lisäksi selvityksen tavoitteena on tuottaa perusteltu näkemys ja täsmällinen suositus parhaasta toimintavaihtoehdosta pörssiyritysten hallintarekisteröityjen osakeomistustietojen saataville asettamiseksi. Käytännössä selvityksessä pyritään löytämään asiaan ratkaisu, joka voidaan toteuttaa kansallisella lakimuutoksella. Ratkaisun toteuttamiskelpoisuus edellyttää, että lakimuutos on EU-oikeuden mukainen. Mikäli suositusta tai suosituksia ei voida antaa, perustellaan tämä selvityksessä.

Selvityksen laatijana on toiminut valtiovarainministeriön toimeksiannosta KPMG Oy Ab. Selvitystyön vastaava asiantuntija on ollut OTK Antti Aalto. Lisäksi selvityksen laatimiseen on osallistunut nimetty asiantuntijatiimi, johon ovat kuuluneet OTM Siiri Luoma, OTK Eeva Rakkolainen, OTK Jannica Boucht, KTL Ari Kiuru ja OTT, VT, LL.M Kristiina Äimä.

Selvitys on laadittu valtiovarainministeriön tarjouspyynnön mukaisesti ennalta määrätyn toteutussuunnitelman ja työmääräarvion pohjalta 19.4.2023 – 15.6.2023 välisenä aikana. Selvitys on viimeistelty lopulliseen muotoonsa elokuussa 2023 valtiovarainministeriön esittämien kommenttien perusteella. Selvityksen laadintaan käytettyä aikaa ovat rajoittaneet valtiovarainministeriön ennalta määräämä budjetti ja KPMG:n sekä ministeriön yhdessä sopima aikataulu. Selvityksen aihepiiriin liittyy erityisen paljon monimutkaista lainsäädäntöä, sääntelytulkintoja sekä asian kannalta mielenkiintoisia tulokulmia ja näkökohtia. Rajallisten resurssien vuoksi tässä selvityksessä ei ole kyetty käsittelemään kattavasti kaikkia aihepiiriin liittyviä taloudellisia, yhteiskunnallisia, poliittisia, hallinnollisia ja sosiaalisia puolia, vaan selvityksessä on pyritty pitäytymään yllä mainitulla tavalla asian kannalta juridisesti relevanteissa seikoissa sekä näihin seikkoihin liittyvissä teknisluontoisissa kysymyksissä. Näin ollen esimerkiksi taloudellisia ja yhteiskunnallisia vaikutuksia kuvataan pääsääntöisesti ylätasolla. Lisäksi jotkut erityissääntelyyn perustuvat arvopaperimarkkinoiden juridiset ilmiöt, kuten MiFiD II -direktiivin mukainen kaupparaportointi, on rajattu selvitystyön ulkopuolelle.

² Ks. Valtiovarainministeriön kansallinen hankintailmoitus, tarjouspyyntö 412763, 05.10.2022, Liite 1.

1.2. Tutkimuskysymys ja rajaukset

Selvityksen keskeisin tutkimuskysymys on; ”miten pörssiyhtiöiden hallintarekisteröityjen osakkaiden tiedot voidaan asettaa yleisön saataville Suomessa”. Selvityksessä pyritään vastaamaan kysymykseen kartoittamalla useampia toimenpidevaihtoehtoja ja yksilöimällä kutakin vaihtoehtoa koskevat rajoitukset, hyödyt ja haitat sekä vaihtoehdosta oletettavasti aiheutuvat välittömät seuraamukset. ”Yleisön saataville” viitataan kysymyksenasettelussa yleisöjulkisuuteen, eli tietojen julkistamiseen siten, että kenellä tahansa on niihin pääsy (esimerkiksi julkinen rekisteri).³

Suomessa on voimassa niin kutsuttu hallintarekisteröintikielto, joka koskee suomalaisten sijoittajien omistamia suomalaisia arvo-osuuksia. Käytännössä kaikki suomalaisessa arvopaperikeskuksessa liikkeeseen lasketut osakemuotoiset arvo-osuudet tulee kirjata suomalaisen sijoittajan ja osuuden todellisen omistajan nimissä olevalle arvo-osuustilille. Hallintarekisteröintikielto koskee myös kaksoiskansalaisia ja ulkomailla vakituisesti asuvia Suomen kansalaisia. Hallintarekisteröintikieltoa on teoriassa mahdollista kiertää esimerkiksi ulkomaisia sijoituspalveluntarjoajia käyttämällä. Tämä lienee kuitenkin marginaalinen ongelma, minkä vuoksi tässä selvityksessä keskitytään nimenomaisesti ulkomaalaisten loppusijoittajien omistamien hallintarekisteröityjen osakkeiden omistustietojen läpinäkyvyyden parantamiseen. Hallintarekisteröintikieltoa on käsitelty jäljempänä kohdassa 1.4.

Suomessa osakeyhtiöiden omistustiedot ovat pääsääntöisesti julkisia, sillä osakeyhtiölain säännösten mukaisesti yhtiöiden ylläpitämät osakasluettelot ovat yleisöjulkisia. Hallintarekisteröityjen osakkeiden osalta osakasluetteloon merkitään kuitenkin todellisen osakkeenomistajan sijaan hallintarekisteröinnin hoitaja, joka on tyyppitilanteessa sijoituspalveluyritys tai luottolaitos. Näin ollen tieto ulkomaisen omistajan identiteetistä ei ole yleisön saatavilla, eivätkä suomalaiset ja ulkomaiset osakkeenomistajat ole yleisöjulkisuuden suhteen yhdenvertaisessa asemassa. Tutkimuskysymyksen on katsottu koskevan nimenomaisesti tätä problematiikkaa. Selvityksen selkeyden ja koherenttiuden edistämiseksi selvitys on päätetty rajata koskemaan nimenomaisesti säännellyllä markkinalla ja monenkeskisellä kauppapaikalla liikkeeseen laskettuja osakkeita muiden rahoitusinstrumenttien jäädessä rajauksen ulkopuolelle.

Tutkimuskysymys rajautuu maantieteellisesti Suomeen, mutta selvityksen yhtenä keskeisenä tutkimusmetodina käytetään rajattua oikeusvertailevaa tutkimusta. Oikeusvertailevassa tutkimuksessa tarkastellaan Ruotsin, Norjan ja Ranskan järjestelmiä. Kyseiset valtiot ovat valikoituneet tarkastelukohteiksi valtiovarainministeriön ehdotuksen mukaisesti markkinakäytäntöjen, lainsäädännön ja yhteiskuntarakenteen perusteella. Lisäksi oikeudellisen viitekehityksen ja kysymyksenasettelun osalta merkittävässä asemassa on EU-lainsäädäntö, jonka kanssa esitettävien toimintavaihtoehtojen tulee olla edellä kuvatulla tavalla sopuissa.

Kun oikeudellisista kysymyksistä merkittävin liittyy ratkaisuvaihtoehtojen ja EU-lainsäädännön yhdenmukaisuuteen, liittyvät selvityksen aihepiiriin tekniluontoiset kysymykset muun muassa arvopaperimarkkinoiden toimintaan, moniportaisen selvitysjärjestelmän ominaispiirteisiin,

³ Vrt. esim. viranomaisjulkisuus (viranomaisten oikeus saada tietoja tietyn arvopaperin omistajasta tai sijoittajien omistuksista) ja liikkeeseenlaskijajulkisuus (markkinoilla toimivien liikkeeseenlaskijoiden oikeus saada tietoja liikkeeseen laskemiensa arvopapereiden omistajista). Harmaan talouden ja talousrikollisuuden torjunnan toimenpideohjelmassa vuosille 2020–2023 on todettu, että selvityksen tavoitteena tulisi olla erityisesti olla yleisöjulkisuuden lisääminen. Hallitusohjelmassa on viitattu julkiseen rekisteriin, jonka on katsottu rajaavan kysymyksen mahdollisuuteen saattaa osakkeenomistajia koskevat tiedot laajasti yleisön saataville.

muutoksen edellyttämään resurssitarpeeseen ja siihen, voitaisiinko mahdollista julkiseen rekisteriin saattamista kiertää hyödyntämällä pääomamarkkinoille tavanomaisia rahoitusinstrumentteja ja markkinakäytäntöjä. Lisäksi kokonaisuuden kannalta merkittävä seikka on ratkaisuvaihtoehdon vaikutus Suomen ja suomalaisten pörssiyritysten kilpailukykyyn. Selvityksessä pyritään kuvaamaan, mitä hyötyjä ja haittoja pörssiyritysten hallintarekisteröityjen osakkaiden julkisen rekisterin perustamiseen ja ylläpitoon liittyisi. Selvitys on kuitenkin ensisijaisesti luonteeltaan oikeustieteellinen selvitys. Näin ollen arvopaperikaupankäyntiin liittyviä mekanismeja ja niiden teknistä toteutusta, arvopaperi-infrastruktuureja ja transaktioiden määrittämistoimenpiteitä käsitellään ainoastaan ylätasolla keskittyen arvopaperikeskuksen toimintaan.

Pörssiyrityksellä tarkoitetaan tässä selvityksessä suomalaisia osakeyhtiöitä ja muita sellaisia yhteisöjä, joiden osake tai muu vastaava arvopaperi on otettu Suomessa kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle (Nasdaq Helsinki päälista) tai monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään (First North). Pörssiyrityksellä viitataan tyypillisesti ainoastaan sellaisiin yhtiöihin, joiden arvopaperi on laskettu liikkeeseen säännellyllä markkinalla. Tässä selvityksessä termin ”pörssiyritys” laajempi käyttö on kuitenkin katsottu perustelluksi, sillä samaa termiä on käytetty tässä merkityksessä myös pääministeri Marinin hallitusohjelman kirjauksessa ja Marinin hallituksen toimenpideohjelmassa. Selvitys ei koske sellaisia yhtiöitä tai muita yhteisöjä, jotka eivät toimi liikkeeseenlaskijoina säännellyllä markkinalla tai monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä. Vaikka säännellyllä markkinalla ja monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä toimivien liikkeeseenlaskijoiden lainsäädännölliset velvollisuudet eroavat relevantin viitekehyksen puitteissa jossain määrin toisistaan (esimerkiksi merkittävien omistusten liputusvelvollisuutta sovelletaan vain säännellyllä markkinoilla kaupankäynnin kohteena olevien osakkeiden omistuksiin, kun taas ainoastaan monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä toimivilla liikkeeseenlaskijoilla on listaamattomien yhtiöiden lisäksi velvollisuus tunnistaa ja rekisteröidä tosiasialliset edunsaajansa), on selvityksessä katsottu asianmukaiseksi käsitellä kumpaakin liikkeeseenlaskijaryhmää yhdessä. Sikäli, kun toimintavaihtoehtojen analyysissä ilmenee eroja säännellyllä markkinalla ja monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä toimivien liikkeeseenlaskijoiden välillä, ilmoitetaan tämä erikseen.

Selvityksessä tarkastellaan ainoastaan pörssiyrityksen osakkeenomistajan tai osuuksien ja muiden vastaavien arvopapereiden osakkeenomistajaan rinnasteisen omistajan tietojen julkisuutta ja julkistamismahdollisuuksia. Omistajalla tarkoitetaan selvityksessä arvopaperin, esimerkiksi osakkeen, esineoikeudellisen omistusoikeuden hallitsijaa. Esineoikeudellinen omistusoikeus määräytyy kussakin valtiossa sovellettavan lainsäädännön mukaisesti ja arvopaperien osalta yksiselitteistä ”omistajaa” on näin ollen mahdotonta määritellä. Kun selvityksen kohteena on omistustietojen saattaminen yleisöjulkiseksi, voidaan kuitenkin todeta, että ”omistajalla” tarkoitetaan tässä sitä oikeushenkilöä tai luonnollista henkilöä, joka saa arvopaperiin kohdistuvaa esineoikeudellista saantosuojaa ja jonka omaisuutena arvopaperi voidaan esimerkiksi ulosmitata.⁴ Näin ollen omistajalla ei tässä selvityksessä viitata arvopaperin hallinnoijaan, omistajan asiamiehenä toimivaan, välilliseen omistajaan tai rahanpesusääntelyssä määriteltyyn tosiasialliseen edunsaajaan, ellei taho ole myös niin sanottu lopullinen omistaja sanan esineoikeudellisessa mielessä. Tässä selvityksessä määritelty omistaja voi olla joko luonnollinen henkilö tai oikeushenkilö. Lainsäädäntötyössä tulisi kuitenkin huomioida se, että tavoitellun läpinäkyvyyden ja sillä ehkäistävien väärinkäytösten ja harmaan talouden näkökulmista

⁴ Ks. Omistusoikeuden määrittelystä esim. Hoppu, Hoppu, Hoppu 2020, s. 96.

perustavoitteena olisi pidettävä myös sitä, että läpinäkyvyys lisääntyy nimenomaan tosiasiallisesti osakeomistuksista hyötyvien ja määräysvaltaketjujen kautta vaikuttavien luonnollisten henkilöiden osalta.

Joissain tapauksissa (esim. toimeksiannot ja oikeuksien pidätykset) osakkeita hallitaan, myydään, ostetaan ja vaihdetaan omistajan lukuun toisen henkilön toimesta. Osakkeiden tuottamia oikeuksia, kuten oikeus osinkoon (ns. tuotto-oikeus) tai oikeus hallita osaketta (hallintaoikeus) voidaan myös pidättää tai siirtää omistajalta toiselle henkilölle. Lisäksi esimerkiksi osakelainauksessa kaikki osakkeeseen liittyvät oikeudet, omistusoikeus mukaan lukien, siirretään ”lainaajalle”, joka on kuitenkin velvollinen palauttamaan osakkeen takaisin alkuperäiselle omistajalle. Kuvatuissa tapauksissa omistajataho määrittää osapuolten välisten sopimusehtojen ja kulloinkin sovellettavan lainsäädännön mukaisesti. Tämän selvityksen tarkoituksena on arvioida keinoja nimenomaisesti lainsäädännön mukaisen juridisen loppuomistajan tietojen julkistamiseksi.

Selvityksen tarkoituksena ei ole käsitellä pääministeri Marinin hallitusohjelman muihin kirjauksiin liittyviä kysymyksiä, jolloin esimerkiksi Verohallinnon tiedonsaantia koskeva kirjaus suomalaisia hallintarekisteröityjä pörssiosakkeita koskevista kaupoista sekä kauppojen osapuolista (Hallitusohjelman liite 4, toimi no. 10) ei kuulu selvityksen piiriin. Selvityksen tarkoituksena ei myöskään ole käsitellä edellytyksiä hallintarekisteröinnin avaamiseksi suomalaisille osakkeenomistajille. Selvityksen ulkopuolelle rajataan myös liikkeeseenlaskijan arvopaperikeskuksen valintaan liittyvät kysymykset siltä osin kuin niillä ei ole välitöntä liityntää tutkimuskysymykseen.

1.3. Aihetta koskevat aiemmat julkaisut

Omistusten hallintarekisteröinti, tietojen saattaminen julkiseksi ja Suomessa voimassa olevan hallintarekisteröintikiellon poistaminen ovat olleet esillä myös aikaisemmassa tutkimus- ja selvitystyössä. Aihetta on tutkittu eri näkökulmista muun muassa seuraavissa selvityksissä ja tutkimuksissa:

- OTT, VTK Heikki Marjosola: Pörssiyritysten omistuksen julkisuus Suomessa: EU-oikeudellinen selvitys (2018), Valtiovarainministeriön julkaisu 30/2018
- KTT Eva Liljeblom: Arvopaperien moniportaisen hallinnan ja hallintarekisteröinnin laajentamisen taloudelliset vaikutukset (2010), Valtiovarainministeriön julkaisuja 32/2010
- Valtiovarainministeriön selvitysmuistio suomalaisia hallintarekisteröityjä pörssiosakkeita koskevista kaupoista ja kauppojen osapuolista 29.9.2022 (VN/16993/2022)
- Markku Hirvonen, Pekka Lith & Risto Walden: Suomen kansainvälistyvä harmaa talous, Eduskunnan tarkastusvaliokunnan julkaisu 1/2010.

Marjosola on selvityksessään tarkastellut omistustietojen julkisuutta erityisesti EU-oikeuden ja siihen sisältyvien periaatteiden näkökulmasta. Marjosolan selvityksessä tarkastellaan laajasti muun muassa EU:n arvopaperikeskusasetuksen ((EU) 909/2014, APK-asetus) kansallista implementointia ja tähän liittyviä tulkintakysymyksiä. Lisäksi selvityksessä on otettu huomioon muun muassa osinkojen verotusta ja lähdeverotusta koskevat hankkeet sekä EU:n osakkeenomistajien oikeudet -muutosdirektiivi ((EU) 2017/828, SHRD II). Marjosolan selvitys lähtee olettamasta, jonka mukaan ainoa tapa varmistaa omistuksen julkisuuden säilyminen nykytasolla on rajoittaa lainsäädännöllä omistus- ja kauppatietojen liikkumista ulkomaille, EU:n jäsenvaltiot mukaan lukien. Käytännössä tämä tarkoittaisi ulkomaisten osakesäilytys- ja välityspalveluiden käytön sekä ulkomaisten arvopaperikeskusten käytön rajoittamista tai niiden

käytön tosiasiallista vaikeuttamista suomalaisille sijoittajille.⁵ Marjosola on selvitystyönsä perusteella päätenyt siihen lopputulemaan, että edellä kuvattu rajoitus ei olisi EU-oikeuden näkökulmasta pitkällä aikavälillä kestävä. Potentiaalisena läpinäkyvyyttä edistävänä keinona Marjosola on kuitenkin pitänyt uuden keskitetyn kyselyjärjestelmän perustamista. Kyselyjärjestelmään kerättäisiin omistustiedot Suomessa toimivilta säilyttäjiltä ja arvopaperien välittäjiltä.⁶

Liljeblomin laatimassa selvityksessä hallintarekisteröintiä on puolestaan tarkasteltu sen taloudellisten vaikutusten näkökulmasta. Vastoin nyt laadittua selvitystä sekä Marjosolan selvitystyötä, Liljeblomin selvitys keskittyy hallintarekisteröinnin laajentamisen (käytännössä nykyisen hallintarekisteröintikiellon poistamisen) taloudellisiin vaikutuksiin. Selvitysraportissa käsitellään arvopaperien moniportaisen hallinnan laajentamisen taloudellisia vaikutuksia eri markkinaosapuolten, viranomaisten ja yhteiskunnan kannalta. Liljebloom toteaa yhteenvedona havainnoistaan, että sekä suorat että välilliset taloudelliset vaikutukset moniportaisen hallinnan laajentamisesta ovat selvästi positiivisia.⁷ Liljeblomin mukaan moniportaisuuden laajentaminen voisi hyödyttää ennen kaikkea pieniä ja kotimaisessa omistuksessa olevia yrityksiä vahvistamalla niiden osakkeiden likviditeettiä ja parantamalla arvostustasoa. Yrityksien pääomakustannuksien lasku vaikuttaisi investointeihin, niiden työllistämismahdollisuuksiin ja edelleen bruttokansantuotteen kasvuun. Esimerkiksi kotimaisten selvityskulujen puolittuminen voisi pääomakustannuksien laskun vaikutuksen kautta merkitä bruttokansantuotteen 0,07 prosenttiyksikön kasvua olettaen, että selvityskulut muodostavat 10 prosenttiyksikköä kaikista transaktiokustannuksista.⁸ Sijoittajiin kohdistuvien vaikutusten osalta Liljebloom on esittänyt, että moniportaisuuden suorat vaikutukset transaktiokustannusten kautta ja epäsuorat hintavaikutukset osakekurssien vahvistumisen ja markkinoiden likviditeetin parantumisen kautta voisivat olla muutaman (2–3) miljoonan euron vuosisäästöt transaktiokustannuksissa ja 50–75 miljoonan euron kokonaissäästöt (4 prosenttiyksikön tuottovaatimuksella) yli äärettömän horisontin.⁹

Tuoreena selvitystyönä mainittakoon valtiovarainministeriön vero-osaston selvitys Verohallinnon tiedonsaannista suomalaisia hallintarekisteröityjä pörssiosakkeita koskevien kauppojen ja kauppojen osapuolten osalta. Veroviranomaisen toteuttama valvonta on erityisen merkittävää tämän selvityksen tutkimuskysymyksen ja suomalaisen hallintarekisteröintikiellon kiertämisen estämisen kannalta. Lisäksi vero-osaston selvitys on toteutettu vuonna 2022, joten se sisältää tämän selvityksen laatimishetkellä tuoretta tietoa. Selvityksessä on tarkasteltu Verohallinnon nykyisiä mahdollisuuksista saada tietoa suomalaisia hallintarekisteröityjä pörssiosakkeita koskevista kaupoista ja kauppojen osapuolten valvontamahdollisuuksista sekä tietojenvaihtomahdollisuuksista muiden viranomaistahojen kanssa. Selvityksessä on todettu, että Verohallinnon mahdollisuudet saada tietoja hallintarekisteröidyistä osakkeenomistajista ovat parantuneet merkittävästi viimeisten vuosien aikana tietojenvaihdon laajentumisen myötä.¹⁰

Valtiovarainministeriön vero-osastoa huomattavasti kriittisemmin hallintarekisteröintiin ovat suhtautuneet Hirvonen, Lith ja Walden, joiden tutkimustyössä käsitellään harmaan talouden vaikutuksia ja toimintamalleja. Tutkimuksessa on todettu, että kansainväliseen sijoitustoimintaan

⁵ Marjosola 2018, s. 54.

⁶ Marjosola 2018, s. 54-55.

⁷ Liljebloom 2010, s. 75.

⁸ Liljebloom 2010, s. 78.

⁹ Liljebloom 2010, s. 64.

¹⁰ Valtiovarainministeriö 2022, s. 27.

liittyvä hallintarekisteröinti aiheuttaa Suomen valtiolle veromenetyksiä. Myöskään Suomen hallintarekisterijärjestelmän tarjoaman anonymiteetin muille valtioille aiheuttamien veromenetysten potentiaalista määrää ei voida pitää vähäisenä.¹¹ Tutkimus kuuluu harvoin saatavissa oleviin lähteisiin, joissa otetaan konkreettisesti kantaa hallintarekisteröinnin sallimisesta seuraaviin negatiivisiin vaikutuksiin, joskin näiden arviointi keskittyy veronkierron määrälliseen arviointiin. Tämän osalta on kuitenkin huomioitava, että verosääntely on kehittynyt viime vuosina merkittäväällä tavalla ja että OECD-valtiot ovat solmineet verotustietojen vaihtosopimuksia lähes kaikkien veroparatiisien (esimerkiksi Bermuda, Caymansaaret ja Neitsytsaaret) kanssa. Hirvosen, Lithin ja Waldenin tutkimus julkaistiin jo vuonna 2010, eikä näitä myöhemmin solmittuja tietojenvaihtosopimuksia ole voitu huomioida kyseisessä tutkimuksessa. Vuonna 2010 julkaistussa tutkimuksessa ei ole myöskään huomioitu sittemmin tehtyjä sitoumuksia automaattisesta verotustietojen vaihdosta (FATCA, CRS ja DAC2)¹² tai nykymallin mukaisia menettelytapoja (esim. OECD:n TRACE-malli hallintarekisteröidyille osakkeille maksettavien osinkojen lähdeverotuksessa). Kyseinen tutkimus ei siten kuvaa nykytilannetta tai nykyisen sopimusverkoston mahdollistamaa tiedonsaantia. Nykytilanteen osalta tulisi näin ollen tukeutua valtiovarainministeriön vuonna 2022 julkaisemaan selvitykseen.

Lukuun ottamatta edellä mainittua, ovat muut aiheetta koskevat aikaisemmat julkaisut edelleen monin osin relevantteja. Omistajatietojen läpinäkyvyyden voidaan kuitenkin katsoa joiltain osin parantuneen etenkin vuonna 2010 ja 2018 julkaistujen selvitysten jälkeen. Suomessa kansalliseen lakiin on tämän jälkeen implementoitu esimerkiksi yhtiöiden velvoite rekisteröidä tosiasialliset edunsaajansa PRH:n ylläpitämään julkiseen rekisteriin.¹³ Vaikka edunsaajien rekisteröintivelvollisuus ei kaikissa tapauksissa takaa lopullisen omistajan tietojen julkisuutta välillisen omistuksen piiloutuessa esimerkiksi moniportaisten ja Suomen oikeusjärjestelmälle tuntemattomien yhteissijoitusyritys- ja rahastorakenteiden taakse, on tosiasiallisten edunsaajien rekisteröintivelvoite askel tällä selvityksellä tavoitellun ratkaisun suuntaan.

Selvityksen lähdeaineistona on edellä referoitujen lisäksi käytetty lähdeluettelossa eriteltyä kirjallisuutta, lainsäädäntöä, hallituksen esityksiä sekä muuta valmisteluaineistoa, kuten työryhmämuistioita, lausuntopyyntöjä ja lausuntoja. Lainsäädännön valmisteluaineistosta merkittävänä mainittakoon hallituksen esitys eduskunnalle laiksi arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta sekä eräksi siihen liittyviksi laeiksi (HE 28/2016), hallituksen esitys laiksi rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen estämisestä, rahanpesun selvittelykeskuksesta sekä eräksi niihin liittyviksi laeiksi (HE 228/2016) ja hallituksen esitys laeiksi arvopaperimarkkinalain ja osakeyhtiölain muuttamisesta sekä eräksi niihin liittyviksi laeiksi (HE 305/2018). Työryhmämuistioiden osalta selvitystyön kannalta erityisen merkittäviä lähteitä ovat olleet valtiovarainministeriön julkaisema muistio ”Arvopaperien säilytysmallien laajentumisen ja yhdentyvien markkinarakenteiden toteutumisen arviointi sekä arvopaperikeskusasetuksen täytäntöönpanon valmistelu” (VM 033:00/2014) ja Osakkeenomistajien oikeudet -työryhmän muistio (Valtiovarainministeriön julkaisu – 11/2018). Lisäksi selvitykseen sisältyvän kansainvälisen

¹¹ Hirvonen ym. 2010, s. 253.

¹² FATCA on sopimus tietojenvaihdosta Yhdysvaltojen kanssa. CRS on OECD-maiden yhteinen raportointistandardi ja DAC2 OECD-maiden välistä tietojenvaihtoa koskeva direktiivi (Hallinnollisesta yhteistyöstä verotuksen alalla ja direktiivin 77/799/ETY kumoamisesta annettu neuvoston direktiivin 2011/16/EU, muutettuna neuvoston direktiivillä 2014/107/EU).

¹³ Rahanpesulain 6:2 mukaan yhtiöiden on asianmukaisesti hankittava ja pidettävä yllä täsmällisiä ja ajantasaisia tietoja tosiasiallisista edunsaajistaan. Lisäksi kaupparekisterilain muutosten (HE 228/2016) voimaan tulon myötä tiedot tosiasiallisista edunsaajista on tullut ilmoittaa kaupparekisteriin viimeistään 1 päivänä heinäkuuta 2020.

vertailun materiaalia ja tietoja on kerätty vertailussa huomioon otettujen maiden paikallisilta asiantuntijoilta.

1.4. Suoran ja moniportaisen omistuksen järjestelmät

Suomessa pörssissä kaupankäynnin kohteeksi otettavat osakkeet ja muut arvopaperit tulee viedä ennen kaupankäynnin aloittamista arvo-osuusjärjestelmään. Arvo-osuusjärjestelmällä tarkoitetaan tietojärjestelmäkokonaisuutta, joka muodostuu arvo-osuustileistä annetussa laissa (827/1991) tarkoitetuista arvo-osuustileistä ja niihin liittyvistä luetteloista. Arvo-osuustilille on lain 2 §:n mukaisesti merkittävä tieto tilinhaltijasta sekä muista tilille kirjattuihin arvo-osuuksiin kohdistuvien oikeuksien haltijoista, tilille kirjattujen arvo-osuuksien lajista ja määrästä, sekä tiliin ja sille kirjattuihin arvo-osuuksiin kohdistuvista oikeuksista ja rajoituksista. Arvo-osuustilille voidaan lisäksi lain 5 §:n mukaisesti kirjata rajoittamaton oikeus siirtää arvo-osuuksia tililtä tai muuten vallita tilille kirjattuja arvo-osuuksia (omaisuudenhoitovaltuus), oikeus siirtää määrätty arvo-osuudet tililtä, oikeus saada tietoja tilin sisällöstä ja oikeus saada tilille kirjatulle arvo-osuuksille tuleva tuotto, optio- tai merkintäoikeus taikka pääomanlyhennys tai muu suoritus.

Arvo-osuustileistä annetun lain mukaan arvopaperikeskus tai muu tilinhoitajayhteisö voi toimeksiannosta avata asiakkaalle arvo-osuustilin (16 a §). Kirjaamisratkaisun tekee se tilinhoitaja, jonka hoidossa tili on (16 c §). Käytännössä arvo-osuustilejä hoitavia tilinhoitajayhteisöjä kutsutaan myös säilytysyhteisöiksi tai säilyttäjiksi ja ne ovat tyypillisesti kaupallisia palveluita sijoittajille tarjoavia luottolaitoksia ja sijoituspalveluyrityksiä.

Arvo-osuusjärjestelmän ylläpitäjä on arvopaperikeskus. Arvopaperikeskuksella tarkoitetaan suomalaista osakeyhtiötä, jolla on toimilupa hoitaa arvo-osuusjärjestelmää ja tarjota arvopapereiden liikkeeseenlaskua, säilytystä ja toimitusta arvo-osuusjärjestelmässä.¹⁴ Suomessa toimii tällä hetkellä ainoastaan yksi arvopaperikeskus, Euroclear Finland Oy. Suomalaisen liikkeeseenlaskijan rahoitusinstrumentit voidaan kirjata myös toisessa maassa toimivan arvopaperikeskuksen ylläpitämään arvo-osuusjärjestelmään.¹⁵

Suomalainen arvopaperimarkkinajärjestelmä perustuu suoran omistusjärjestelmän malliin. Suorassa omistusjärjestelmässä arvopaperikeskuksen ylläpitämät arvo-osuustilit ovat lähtökohtaisesti sijoittajakohtaisia ja niille kirjataan kyseisen sijoittajan omistamat arvo-osuudet. Ulkomaalaisilla sijoittajilla on kuitenkin arvo-osuusjärjestelmään siirtymisestä lähtien ollut mahdollisuus omistuksiansa hallintarekisteröintiin, jolloin arvo-osuus on loppusijoittajan sijaan hallintarekisteröintiä hoitavan tahon nimissä. Hallintarekisteröintiä on perusteltu muun muassa yleisellä kansainvälisellä käytännöllä. Kansainvälisessä kontekstissa arvopaperien moniportainen hallinta onkin yleinen käytäntö.¹⁶

Kuten edellä on todettu, mahdollisuus arvo-osuustilin hallintarekisteröintiin on Suomessa vain ulkomaisilla sijoittajilla. Suomalaisia sijoittajia koskee niin sanottu hallintarekisteröintikielto, joka estää suomalaisten sijoittajien omistusten kirjaamisen säilyttäjän nimiin. Hallintarekisteröintikielto on johdettu arvo-osuustileistä annetun lain 5 a §:stä. Kyseisen lainkohdan mukaan arvo-osuudet saadaan kirjata erityiselle arvo-osuustilille (omaisuudenhoitotili), jota tilinhaltija toimeksiannon nojalla hallitsee toisen lukuun, jos kyse on ulkomaalaisen taikka ulkomaisen yhteisön tai säätiön

¹⁴ AOJSL 1:3

¹⁵ Arvopaperikeskusasetus (EU) 909/2014, 49(1) artikla.

¹⁶ Liljeblom 2010, s. 20 sekä HE 28/2016, s. 10.

lukuun hallittavista arvo-osuuksista. Tililtä on tällöin käytävä ilmi tiedot tilinhaltijasta ja siitä, että kysymyksessä on omaisuudenhoitotili.

Hallintarekisteröinnin hoitajana voi toimia arvo-osuustilin tilinhoitaja (säilyttäjä, välittäjä tai omaisuudenhoitaja, tyypillisesti toimiluvallinen sijoituspalveluyritys tai luottolaitos), keskuspankki tai arvopaperikeskus itse. Kuten edellä on todettu, tilinhoitajina toimivat pääsääntöisesti sijoituspalveluyritykset ja luottolaitokset, jotka myös pääsääntöisesti tarjoavat hallintarekisteröintien hoitamiseen liittyviä palveluita.¹⁷ Toiminta edellyttää Finanssivalvonnan myöntämää toimilupaa. Arvo-osuustilien ja tileille kirjatun omaisuuden (arvo-osuudet) erottamiseksi hallintarekisteröinnin näkökulmasta tarkoituksenmukaisella tavalla jäljempänä tässä luvussa tilinhoitajiin on viitattu myös termillä ”omaisuudenhoitaja”.

Arvo-osuustileistä annetun lain 5 a §:n mukaan edellä tarkoitetulle omaisuudenhoitotilille saadaan kirjata yhden tai useamman asiakkaan lukuun hallittavia arvo-osuuksia. Tämä mahdollistaa käytännössä sen, että hallintarekisteröidyt ulkomaalaisomistukset voidaan kirjata niin kutsutuille ”laarituloille”. Tällöin tililtä ei voida suoraan erottaa eri loppuomistajien omistamia arvo-osuuksia, vaan kunkin arvopaperin todellinen omistaja selviää vasta omaisuudenhoitajan omasta kirjanpidosta. Lähtökohta on hyväksytty EU:n arvopaperikeskusasetuksessa. APK-asetuksen mahdollistamia tilirakenteita ja tähän liittyviä tunnistamisongelmia on eritelty jäljempänä kohdassa 2.1.5.

Arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetun lain (348/2017, ”AOJSL”) 4 luvun 4 §:n mukaan hallintarekisteröinnin hoitajan on pyynnöstä ilmoitettava Finanssivalvonnalle arvo-osuuksien todellisen omistajan nimi, jos se on tiedossa, ja se, kuinka monta arvo-osuutta omistajalla on. Jollei arvo-osuuksien todellisen omistajan nimi ole tiedossa, hallintarekisteröinnin hoitajan on annettava vastaavat tiedot omistajan puolesta toimivasta asiamiehestä sekä tämän antama kirjallinen vakuutus siitä, ettei arvo-osuuksien todellinen omistaja ole suomalainen luonnollinen henkilö tai suomalainen yhteisö tai säätio. Tiedot on pyynnöstä annettava myös arvo-osuuden liikkeeseenlaskijalle.

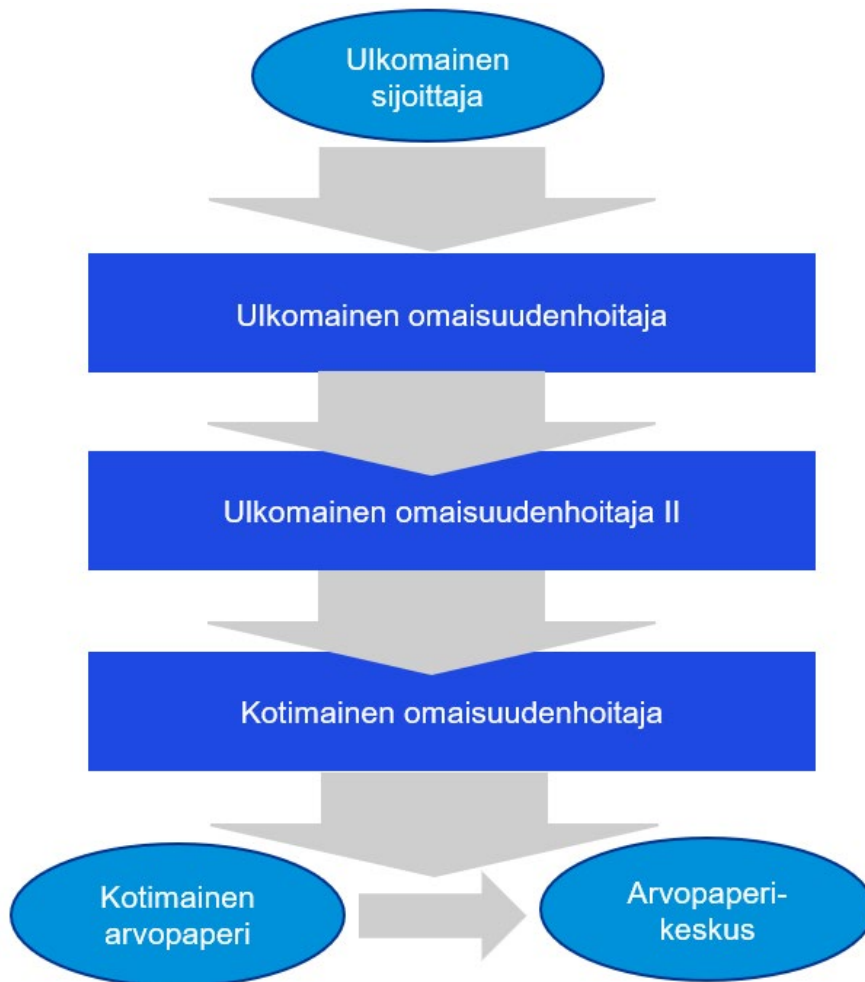
Arvopaperien moniportaisen hallinnan keskeinen elementti on sijoitusvarallisuuden hallinnointi valtioiden rajojen yli säilyttäjien avulla. Jos kaikkialla olisi käytössä ainoastaan arvopaperien suora hallinta, sijoittaja joutuisi avaamaan arvopaperitilin kaikissa niissä arvopaperikeskuksissa, joissa liikkeeseen laskettuihin arvopapereihin hän haluaa sijoittaa. Lisäksi hän voisi käyttää arvopapereiden säilytykseen vain sellaista säilyttäjää, joka on osapuolena edellä mainitussa arvopaperikeskuksessa. Kun käytössä on hallintarekisteröinti, sijoittaja voi hyödyntää omaa säilyttäjäpankkiaan, joka voi puolestaan oman säilytysketjunsä kautta ohjata sijoituksen mihin tahansa. Näin sijoittaja voi omistaa ja hallinnoida arvopapereita ympäri maailmaa käyttäen yhtä säilyttäjää.¹⁸

Hallintarekisteröityihin osakkeisiin liittyvät hallintaketjut voivat olla pitkiä ja ne voivat ylittää useamman valtion maantieteelliset rajat. Arvopaperin todellisen omistajan ja hallintaketjun viimeisen portaan välillä voi olla useita eri toimijoita. Tällöin todellinen omistaja voi selvittää vasta viimeisessä portaassa olevan omaisuudenhoitajan kautta. Tyypillisesti kansainvälisissä arvopaperien hallintaketjuissa on useita omaisuudenhoitajia, kuten luottolaitoksia tai muita varainhoitajia, jotka ovat sijoittautuneet keskenään eri valtioihin. Näin ollen ketjun eri osi

¹⁷ Osakkeenomistajien oikeudet -työryhmän muistio, VM080:00/2017, s. 23.

¹⁸ HE 28/2016, s. 6.

sovelletaan eri valtioiden lainsäädäntöä. Juridinen osakkeenomistaja (omistusoikeuden haltija) ratkaistaan tyypillisesti liikkeeseenlaskijayhtiön kotivaltion lainsäädännön mukaisesti.¹⁹ Suomalaisen oikeuskäytännön ja lainsäädännön mukaan omistusoikeuden haltijana pidetään hallintaketjun päässä olevaa ”todellista osakkeenomistajaa” (alla olevassa kuvassa ”Ulkomainen sijoittaja”).



Kuva 1: Yksinkertaistettu esimerkki moniportaisesta hallintaketjusta, jossa omaisuudenhoitoa tarjoavat sijoituspalveluyritykset toimivat tilinhoitajina.

1.5. Hallintarekisteröity omistus Suomessa

Vuonna 2017 laaditun valtiovarainministeriön SHRD II -direktiiviä koskevan työryhmämuistion mukaan kyseisen vuoden lopussa Helsingin pörssin päälistalle listattujen yhtiöiden ulkomaalaisomistus oli 43 % sisältäen myös hallintarekisteröidyt osakkeet, joiden osuus oli 39 % kaikista listayhtiöiden osakkeista.²⁰ Toisin sanoen päälistan ulkomaalaisten sijoittajien omistuksista (omistusosuus 43 %) pystyttiin tunnistamaan suoran omistuksen kautta vain neljä

¹⁹ Liljeblom 2010, s. 21.

²⁰ Osakkeenomistajien oikeudet -työryhmän muistio, VM080:00/2017, s. 51.

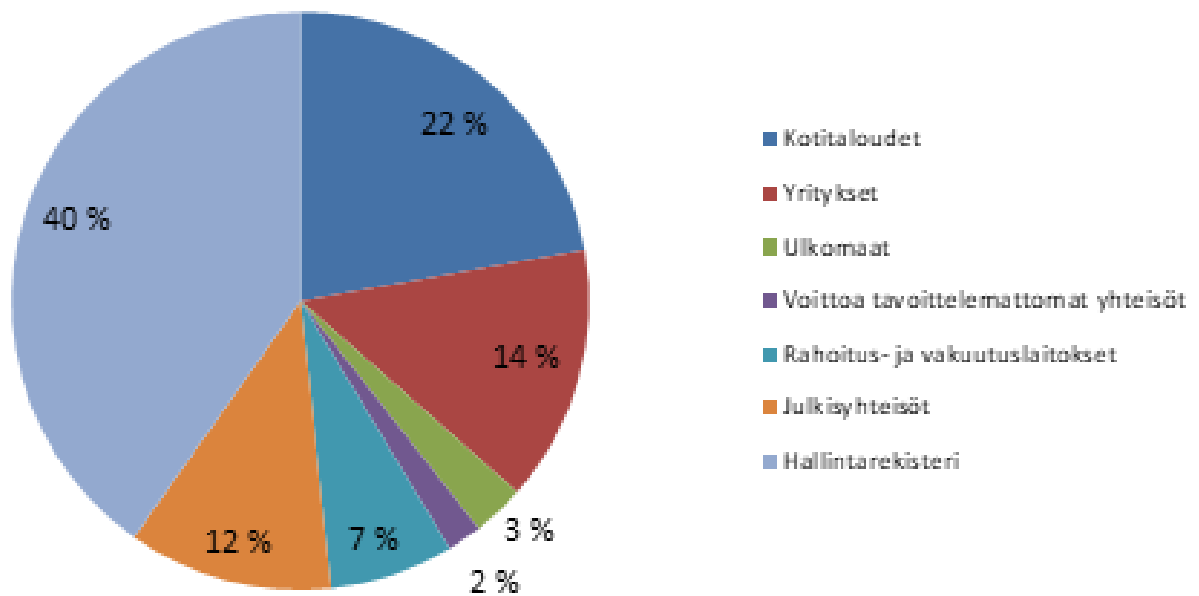
prosenttiyksikköä. Tämän selvityksen tarkoituksena ei ole tehdä mittavaa tilastotutkimusta hallintarekisteröityjen osakeomistusten yleisyydestä Suomessa.²¹ Koska hallintarekisteröintien yleisyys ja ulkomaisen pääoman määrä ovat kuitenkin jossain määrin merkityksellisiä seikkoja tutkimuskysymyksen ja etenkin selvitykseen sisältyvien vaikutusarvioiden kannalta, on suppea esitys hallintarekisteröintien yleisyydestä ja sen vaihtelusta sekä ulkomaisen omistuksen määrästä katsottu tarpeelliseksi.

Suomessa toimiva arvopaperikeskus Euroclear Finland Oy ylläpitää tilastoja suomalaisyhtiöiden omistusrakenteesta. Tilastot kattavat suomalaiset arvo-osuusjärjestelmään rekisteröidyt yhtiöt. Mukana on näin ollen sekä listayhtiöitä että listaamattomia yhtiöitä. Käytännössä suurin osa arvo-osuusjärjestelmään viedyistä arvopapereista on kuitenkin otettu kaupankäynnin kohteeksi joko säännellyllä markkinalla tai monenkeskisellä kauppapaikalla ja voidaan olettaa, ettei listaamattomien yhtiöiden mukana ololla ole näin ollen olennaista merkitystä tämän selvityksen tutkimuskysymyksen ja rajauksen kannalta.

Euroclear Finland Oy:n tilastoissa käytetty sektoriluokitus perustuu Tilastokeskuksen sektoriluokitukseen. Omistusjakaumaa kuvaavat tilastot päivitetään neljännesvuosittain. Tämän selvityksen laadintahetkellä tuoreimman, 31.3.2023 päivätyn tilaston mukaisesti hallintarekisteröidyn osakeomistuksen määrä oli noin 40 % kaikesta omistuksesta ja ulkomaalaisomistuksen yhteensä 43 %. Suomen lain mukaisesta hallintarekisteröintikiellosta johtuen ulkomaalaisomistuksen katsotaan kattavan sekä suora omistus, jossa sijoittaja on ulkomaalainen, että hallintarekisteröidyt omistukset. Näin ollen ulkomaalaisia, suoraan sijoittajan nimiin rekisteröityjä omistuksia oli seuraavaksi esitetyn kuvan mukaisesti vain kolme prosenttia. Loput ulkomaalaisomistuksesta on hallintarekisteröityä. Ulkomaalaisomistukseen voi sisältyä myös sellaisia suomalaisten henkilöiden välillisesti omistamia osuuksia, jotka on hankittu ulkomaisen yhteisön nimissä ja hallintarekisteröity.²²

²¹ Selvityksen tavoitteena on tuottaa informaatiota hallintarekisteröityjen osakeomistusten julkisuuden parantamisen mahdollisuuksista ja konkreettisista toimenpidevaihtoehdoista, joilla hallintarekisteröityjen osakkeiden omistustiedot voitaisiin saattaa yleisjulkiseksi.

²² Ks. esim. Hirvonen ym., 2010.

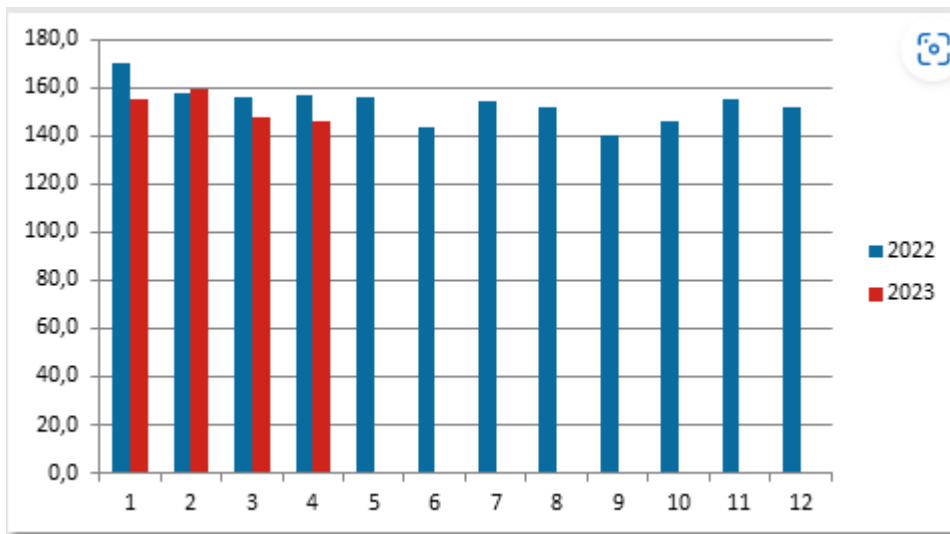


Kuva 2: Omistuksen sektorikohtainen jakautuminen 31.3.2023. Lähde: Euroclear Finland Oy, <https://www.euroclear.com/finland/fi/statistics/owner-structure.html>

Euroclear ylläpitää myös tilastoja ulkomaalaisten omistuksessa olevan osuuden euromääräisestä markkina-arvosta, joka on esitetty seuraavassa kuvassa. Arvo on esitetty miljardeissa euroissa. Tilastossa on huomioitu kaikki arvo-osuusjärjestelmään rekisteröidyt osakkeet, joista Nasdaq Helsingin kauppapaikalla julkisen kaupankäynnin kohteena olevat osakkeet on arvostettu osakekurssin perusteella laskettavaan markkina-arvoon ja listaamattomien yhtiöiden arvo on laskettu nimellisarvon tai kirjanpidollisen vasta-arvon perusteella. Seuraavaksi esitetyn tilaston mukaisesti ulkomaalaisomistuksen euromääräinen markkina-arvo on vuoden 2023 aikana vaihdellut 140 ja 160 miljardin välillä. Vertailukohtana mainittakoon Suomen vuoden 2022 arvioitu bruttokansantuote, joka oli markkinahintaan 266,7 mrd. euroa²³ ja valtion budjettitalouden menot 2023, arvioitu määrä 83,5 miljardia euroa²⁴.

²³ Tilastokeskus, kansantalouden tilinpito, https://www.tilastokeskus.fi/tup/suoluk/suoluk_kansantalous.html#bruttokansantuote-markkinahintaan

²⁴ Valtiovarainministeriö, budjettitalouden menot hallintoaloittain 2023, <https://vm.fi/valtion-budjetti>



Kuva 3: Ulkomaalaisomistuksen markkina-arvo listatuissa ja listaamattomissa yhtiöissä, Mrd €. Lähde: Euroclear Finland Oy, <https://www.euroclear.com/finland/fi/statistics/foreign-ownership-in-Finnish-companies.html>

Hallintarekisteriä on kritisoitu siitä, että se mahdollistaa verojen kierron omistuksen piilottamisen kautta. Kriittisimmissä, joskin jo kohtuullisen vanhoissa kannanotoissa on esitetty, että nykyisen, vain ulkomaalaisille mahdollisen hallintarekisteröinnin sallimisen lopputuloksena on, että pelkästään rajoitetusti verovelvollisille maksettuihin osinkoihin liittyvät järjestelyt aiheuttavat vuosittain Suomen valtiolle 300–600 miljoonan euron veromenetykset.²⁵ Tämä vastaisi noin 0,36–0,72 prosenttia yllä mainitusta valtion budjetin menoarviosta (83,5 miljardia) ja verrattuna yllä esitettyyn ulkomaalaisen omistuksen kokonaisarvoon esimerkiksi helmikuussa 2023 (160 miljardia) noin 0,19–0,37 prosenttia. Kannanotto on kuitenkin tehty jo vuonna 2010, joten esitettyihin lukuihin voidaan nykyisen lainsäädännön ja kansainvälisen verotietojenvaihdon valossa suhtautua varauksella. Kannanotossa ei ole myöskään huomioitu ulkomaalaisen omistuksen Suomelle tuottavia hyötyjä ja hallintarekisteröintimahdollisuuden poistamisen vaikutuksia näihin hyötyihin. Viimeisimpien tutkimusten mukaan Suomi lukeutuu Euroopan unionin tasolla niiden valtioiden joukkoon, joissa veronkierron aiheuttamat menetykset ovat verrattaen vähäisiä.²⁶ Näin ollen voidaan olettaa, että hallintarekisteröinnin kieltäminen tai yleisestä eurooppalaisesta linjasta poikkeaminen tavalla, joka vähentäisi ulkomaisen pääoman virtaamista Suomeen vaikuttaisi merkittäväällä negatiivisella tavalla Suomen kansantalouteen, kun taas sen hyötyvaikutukset olisivat nykytasoon verrattuna vähäisiä.²⁷

Seuraavissa taulukoissa on esitetty tiedot satunnaisotannalla valitusta kymmenestä Pörssin päälistan liikkeeseenlaskijayhtiöstä sekä viidestä First North -yhtiöstä. Tiedot on kerätty yhtiöiden omilta verkkosivuilta. Tiedot perustuvat yhtiöiden ilmoitukseen omistajatiedoistaan per 31.3.2023. Jotkut yhtiöistä ovat ilmoittaneet hallintarekisteröidyt ja ulkomaisten omistajien omistamat osakkeet erottelematta näitä toisistaan. Kuten edellä esitetystä omistuksen sektorikohtaista jakaumaa demonstroivasta kuvasta (kuva 2) voidaan päätellä, on tämän erottelun vaikutus

²⁵ Hirvonen ym. 2010, s. 248.

²⁶ Ks. aiheesta esim. OECD: Global Forum on Transparency and Exchange of Information for Tax Purposes: Finland 2022, 2022.

²⁷ Ks. esim. Liljebloom 2010, s. 78–79.

kuitenkin marginaalinen ja alla esitetyt omistusprosentit antavat relevantteja viitteitä hallintarekisteröinnin yleisyydestä eri yhtiöissä Suomessa.

Yhtiön nimi	Hallintarekisteröidyt osakkeet %
Kesko	37,04 %
Kemira	34,31 %
Orion	38,50 %
Rovio	46,87 %
Fortum	25,06 %
Terveystalo	8,85 %
Kone	44,25 %
Puuiilo	49,14 %
Huhtamäki	42,60 %
Wärtsilä	33,75 %

Taulukko 1: Kymmenen pörssilistatun suomalaisyhtiön hallintarekisteröidyt osakkeenomistajat per 31.3.2023 (Nasdaq Helsinki päälista), lähde: yhtiöiden verkkosivut

Yhtiön nimi	Hallintarekisteröidyt osakkeet %
Titanium	0,98 %
Fondia	1,32 %
Springvest	0,22 %
Lifa Air	34,27 %
Savosolar	7,42 %

Taulukko 2: Viiden First North -yhtiön hallintarekisteröidyt osakkeenomistajat per 31.3.2023, lähde: yhtiöiden verkkosivut

Yllä olevista taulukoista ilmenevällä tavalla tarkastelun kohteena olleiden päälistalle listattujen yhtiöiden osakkeista hallintarekisteröityjä on tyypillisesti yli kolmannes, kuitenkin alle puolet. Poikkeuksena tästä on tarkasteltujen yhtiöiden joukossa Terveystalo Oyj, jonka osakkeista ainoastaan 8,85 % oli rekisteröity hallintarekisteröinnin hoitajan nimiin. Lähtökohtaisesti voitaneen todeta, että merkittävä osuus päälistalla olevien yhtiöiden omistuksesta on hallintarekisteröity ja että määrä vaihtelee yhtiöittäin suurestikin. Esitetyn mukaisesti satunnaisotannalla valituista yhtiöistä suurin hallintarekisteröityjen ja ulkomaisten omistajien osuus oli Puuiilo Oyj:ssä, jossa ko. osuus oli 49,14 %. Vastaavasti pienin osuus oli jo mainitussa Terveystalo Oyj:ssä (8,85 %). Näin ollen hallintarekisteröityjen osakeomistusten julkisuuskykyisissä tulee ottaa huomioon ensinnäkin ulkomaisten sijoittajien suuri omistusosuus ja muutosten mahdollinen vaikutus ulkomaisten sijoittajien halukkuuteen sijoittaa suomalaisiin yhtiöihin. Esimerkiksi kansallisesti merkittävän, kuitenkin satunnaisotannan ulkopuolelle jääneen UPM-Kymmene Oyj:n omistuksesta hallintarekisteröityä oli yhtiön verkkosivujen mukaan maaliskuun 2023 lopussa 66,77 %. Ulkomaisten sijoittajien sijoitushalukkuutta voitaneen pitää UPM-Kymmene Oyj:n kannalta erittäin merkittävänä seikkana. Toisaalta vaihtelun ollessa yhtiöiden välillä suurta, voidaan huomioon ottaa myös jossain määrin liikkeeseenlaskijoiden yhdenvertaisuuteen ja tasapuoliseen kohteluun liittyviä näkökulmia.

First North -yhtiöillä hallintarekisteröity omistus on yllä kuvatun otannan mukaan epätavallisempaa. Satunnaisotannalla valituista yhtiöistä enemmistöllä oli alle yhtä prosenttiyksikköä vastaava määrä hallintarekisteröityjä osakkeita. Tarkastelluista yhtiöistä Lifa Air Oyj ylti päälistalla olevien yhtiöiden lukemiin, kun muissa yhtiöissä määrä oli yhteenlaskettunakin alle 10 % yhtiöiden osakekantojen yhteismäärästä. Tästä voidaan päätellä, että ulkomaalaiseen ja hallintarekisteröityyn omistukseen liittyvät uudenlaiset läpinäkyvyysvaatimukset ja -velvoitteet aiheuttaisivat liikkeeseenlaskijoiden osalta suurempaa hallinnollista taakkaa päälistan yhtiöille. Toisaalta myös First North -yhtiöiden osalta tulisi huomioida liikkeeseenlaskijoiden yhdenvertaisuuteen liittyviä näkökulmia. Lisäksi First North-yhtiöiden osalta tulisi kiinnittää erityistä huomiota siihen, onko velvoitteiden kiristäminen kevyemmin säännellyn kauppapaikan tavoitteiden ja tarkoituksen mukaista hallintarekisteröintien vähäinen määrä huomioiden.

Yhteenvetona voitaneen todeta, että Suomen arvopaperimarkkinoille ja osakkeiden kaupankäyntivolyymille ulkomaalaisomistuksen merkitys on tärkeä. Sijoittajien yksityisyyden suoja ja markkinaosapuolien hallinnollista taakkaa lisäävä lainsäädäntöhanke voisi vaikuttaa ulkomaalaisijoittajien mielenkiintoon Helsingin pörssiä kohtaan mahdollisesti heikentäen pörssin kaupankäyntivolyymeja. Tätä kautta hanke vaikuttaisi mahdollisesti osakkeiden arvomuodostukseen. Ulkomaalaisten sijoittajien mielenkiinnon hiipuminen ja ulkomaalaisomistuksen pieneminen voi myös heikentää listattujen yhtiöiden pääomanhankintamahdollisuuksia esimerkiksi suunnattujen antien osalta. Muutoksen euromääräistä vaikutusta on tosin vaikea arvioida.

2. Aiheen juridinen viitekehys

2.1. Yhtiöoikeus ja arvopaperimarkkinat

2.1.1. Osakeyhtiölaki

Suomalaisessa lainsäädännössä on omaksuttu lähtökohta, jonka mukaisesti yhtiöiden on pidettävä kirjaa omistajistaan osakasluettelon avulla. Lisäksi tiettyjen yhtiöiden on pidettävä luetteloa tosiasiallisista edunsaajistaan ja ilmoitettava nämä Patentti- ja Rekisterihallitukselle. Edunsaajaluetteloa käsitellään jäljempänä kohdassa 2.3.

Osakeyhtiön omistustiedot ovat lähtökohtaisesti julkisia. Osakeyhtiölain 3 luvun 15 §:n mukaan yhtiön hallituksen on pidettävä osakkeista ja niiden omistajista luetteloa (osakasluettelo), johon merkitään kunkin osakkeenomistajan nimi ja osoite sekä yksilöityjen osakkeiden tai osakekirjojen lukumäärä osakelajeittain ja osakkeiden antamispäivä. Arvo-osuusjärjestelmään liitetyistä osakkeista ja niiden omistajista yhtiön hallituksen on pidettävä arvo-osuustilikirjauksiin perustuvaa ajantasaista osakasluetteloa, johon merkitään osakkeenomistajan tai hallintarekisteröinnin hoitajan nimi, henkilötunnus taikka muu yksilöintitunnus, yhteys-, maksu- ja verotustiedot, osakkeiden lukumäärä osakelajeittain sekä se arvopaperikeskuksen osapuoli, jonka hoidossa olevalle arvo-osuustilille osakkeet on kirjattu. Osakasluettelo on laadittava viivytyksettä yhtiön perustamisen jälkeen ja sitä on pidettävä luotettavalla tavalla.²⁸ Osakkeen saajalla ei ole oikeutta käyttää osakkeenomistajalle yhtiössä kuuluvia oikeuksia ennen kuin hänet on

²⁸ OYL 3:15:n 2 mom. ja 4 mom.

merkitty osakasluetteloon tai hän on ilmoittanut saantonsa yhtiölle ja esittänyt siitä luotettavan selvityksen.²⁹

Osakeyhtiölain säännöksistä huolimatta pörssiyhtiön hallitus ei käytännössä pidä itse kirjaa arvo-osuusjärjestelmään liitettyjä osakkeita omistavista osakkaistaan, sillä luettelon ylläpito on nimenomaisella arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetun lain säännöksellä annettu arvopaperikeskuksen tehtäväksi. Tehtävänsiirrolla ei kuitenkaan ole vaikutusta hallituksen osakeyhtiölain mukaiseen juridiseen vastuuseen, vaan hallituksen on huolehdittava siitä, että osakasluetteloa ylläpidetään luotettavalla tavalla.³⁰ AOJSL:n mukaan arvopaperikeskuksessa on pidettävä liikkeeseenlaskijoiden lukuun liikkeeseenlaskijakohtaisia osakasluetteloita arvo-osuusjärjestelmään kuuluvien arvo-osuuksien omistajista.³¹

Osakasluettelon voi saada nähtäväkseen käytännössä kuka tahansa sitä pyytävä. Osakeyhtiölaki edellyttää, että osakasluettelo on pidettävä jokaisen nähtävänä yhtiön pääkonttorissa. Arvo-osuusjärjestelmään kuuluvan yhtiön osakasluettelo voidaan pitää jokaisen nähtävänä arvopaperikeskuksen toimipaikassa Suomessa. Osakasluetteloon merkityt tiedot ovat näin ollen yleisöjulkisia siltä osin, kun osakkeenomistajaa koskevien tietojen luovuttamista ei ole rajoitettu väestötietojärjestelmästä ja Digi- ja väestötietoviraston varmennepalveluista annetun lain (661/2009) 36 §:n mukaisesti.³²

Sikäli, kun kyse ei ole hallintarekisteröidystä osakkeesta, merkitään osakasluetteloon osakkeen esineoikeudellinen omistaja, joka voi olla joko luonnollinen henkilö tai oikeushenkilö. Sikäli, kun osakkeenomistaja on oikeushenkilö, ei tieto ko. osakkeenomistajan edunsaajista ilmene osakasluettelosta. Mikäli osakkeenomistaja on kuitenkin suomalainen yhtiö, on myös sen osakasluettelo edellä kuvatulla tavalla julkinen. Jos osakkeenomistaja on ulkomainen oikeushenkilö, voi omistusrakenteen selvittäminen olla hankalampaa, sillä vastaavaa julkisuuden tasoa ei välttämättä ole omaksuttu osakkeenomistajan kotimaassa. Tietoja merkittävistä omistajista saadaan kuitenkin esimerkiksi liputusilmoitusten (säännelty markkina) ja tosiasiallisen edunsaajan rekisteröintivelvoitteen (MTF ja listaamattomat yhtiöt) avulla. Näitä käsitellään jäljempänä kohdissa 2.1.4 ja 2.3.

Kuten edellä on todettu, hallintarekisteröityjen osakkeiden osalta osakasluetteloon kirjataan arvo-osuuksia hallinnoiva omaisuudenhoitaja (tilinhoitaja, säilyttäjä, omaisuudenhoitaja). Hallintarekisteröityjen osakkeiden nojalla ei voida käyttää muita omistajalle liikkeeseenlaskijaa kohtaan arvo-osuuden omistajana kuuluvia oikeuksia kuin oikeutta nostaa varoja, muuntaa tai vaihtaa arvo-osuus ja osallistua osake- tai muuhun arvo-osuusantiin³³. Mikäli omistus on hallintarekisteröity, on osakkeenomistajan

²⁹ OYL 3:2 ja 3:14c, joiden lisäksi arvo-osuusjärjestelmään liitetyn osakkeen omistajan osallistumisesta yhtiökokoukseen säädetään myös OYL 5 luvussa.

³⁰ Osakkeenomistajien oikeudet -työryhmän muistio, VM080:00/2017, s. 24.

³¹ AOJSL 4:3.1

³² OYL 3:17. Digi- ja väestötietoviraston varmennepalveluista annetun lain (661/2009) 36 §:n mukaisesti väestötietojärjestelmään voidaan hakemuksesta tallettaa turvakielto, jos henkilöllä on perusteltu ja ilmeinen syy epäillä itsensä tai perheensä terveyden tai turvallisuuden tulevan uhatuksi. Kun turvakielto on talletettu järjestelmään, kiellon kohteena olevan henkilön kotikunta, asuinpaikka, osoite ja muu yhteystieto saadaan luovuttaa vain sellaiselle viranomaiselle, jonka oikeus näiden tietojen käsittelyyn perustuu laissa tai sen nojalla säädetyn tai määrätyn kiellon kohteena olevan henkilön oikeutta tai velvollisuutta koskevan tehtävän, toimenpiteen tai toimeksiannon hoitamiseen. Rajoituksesta tulee OYL 3:17.4 mukaisesti ilmoittaa yhtiölle.

³³ AOJSL 4:4

yhtiökokoukseen osallistumisen edellytyksenä, että osakkeenomistaja on ilmoitettu merkittäväksi tilapäisesti osakasluetteloon yhtiökokoukseen osallistumista varten. Merkintä tilapäiseen osakasluetteloon voidaan yhtiökokoukseen osallistumista varten tehdä, jos osakkeenomistajalla on osakkeiden perusteella oikeus olla merkittynä osakasluetteloon yhtiökokouksen täsmäytyspäivänä. Tilapäistä merkintää koskeva ilmoitus on tehtävä viimeistään yhtiökokoukskutsussa ilmoitettavana ajankohtana, jonka on oltava yhtiökokouksen täsmäytyspäivän jälkeen.³⁴

Tilapäinen osakasluettelo on lähtökohtaisesti julkinen asiakirja, mutta se on yleisön saatavissa ainoastaan yhtiökokouksen päättymiseen saakka. Tilapäisen osakasluettelon julkisuus alkaa sen valmistumisesta. Vaikka luettelo on tällaisessa tapauksessa julkinen vain tietyn rajallisen hetken, on siitä käytännössä usein mahdollista saada pyytämällä jäljennös, joka näin ollen mahdollistaa kenelle tahansa mahdollisuuden säilyttää tiedot tilapäisestä osakasluettelosta myös yhtiökokouksen päättymisen jälkeen. Laki ei kuitenkaan velvoita yhtiöitä toimittamaan tilapäistä osakasluetteloä yleisölle enää yhtiökokouksen jälkeen eikä tilapäistä osakasluetteloä liitetä yhtiöiden verkkosivuilla julkaistavaan yhtiökokousmateriaaliin.³⁵

Tilapäinen merkintä edellyttää nimenomaisesti osakkeenomistajan aktiivisuutta ja omaa ilmoittautumista. Merkinnän osalta ei myöskään huomioida täsmäytyspäivän jälkeen tapahtuneita transaktioita.³⁶ Näin ollen tilapäistä osakasluetteloä ei lähtökohtaisesti voida pitää luotettavana tai varmana tapana hankkia tietoja hallintarekisteröidyistä osakkaista silloin, kun pyritään saamaan täsmällistä, kattavaa ja ajantasaista tietoa.

2.1.2. Sisäpiiri- ja lähipiirisääntely

Julkisen osakasluettelon lisäksi pörssi-yhtiöt ylläpitävät tietoja tietyistä osakkaistaan lähipiiri- ja sisäpiirirekistereissään. Pörssi-yhtiön lähipiiriin katsotaan osakkeenomistajien osalta kuuluvaksi vain merkittävät omistajat, jotka voivat olla myös oikeushenkilöitä. Pörssi-yhtiön lähipiiriin kuuluu osakkeenomistaja, jolla on yli 50 prosenttia yhtiön kaikkien osakkeiden tuottamista äänistä tai muuten kirjanpitolaissa tarkoitettu määräysvalta yhtiössä, tai, ellei tällaista omistajaa ole, se, jolla on vähintään 20 prosenttia yhtiön kaikkien osakkeiden yhteenlasketusta äänimäärästä tai joka voi muuten käyttää huomattavaa vaikutusvaltaa yhtiön taloutta ja liiketoimintaa koskevassa päätöksenteossa. Lisäksi lähipiiriin kuuluvat muun muassa yhtiön johto ja hallitus sekä näiden henkilöiden omaan lähipiiriin kuuluvat henkilöt.³⁷ Lähipiiriläisen määritelmä ei edellytä, että lähipiiriläinen on luonnollinen henkilö, vaan lähipiiriin kuuluva osakkeenomistaja voi olla myös oikeushenkilö. Lisäksi lähipiiriläisen määrittelyn kannalta relevanssia on ainoastaan merkittävillä ja määräysvaltaa käyttävillä osakkeenomistajilla. Yhtiön ylläpitämä lähipiirirekisteri ei ole julkinen asiakirja, vaikka yhtiöiden tuleekin raportoida lähipiiriläisliiketoimistaan osana taloudellista raportointia sekä tietyissä tapauksissa myös

³⁴ OYL 5:6 ja 5:6a

³⁵ Kyläkallio ym. 2015, s. 351, 353 ja OYL 3:17, jonka mukaan osakasluettelo on pidettävä jokaisen nähtävänä yhtiön pääkonttorissa. Arvo-osuusjärjestelmään kuuluvan yhtiön osakasluettelo voidaan kuitenkin pitää jokaisen nähtävänä arvopaperikeskuksen toimipaikassa Suomessa. Jokaisella on oikeus kulu korvattua saada jäljennös osakasluettelosta tai sen osasta. Sama koskee myös OYL 5 luvun 6 a §:ssä tarkoitettua ajankohdan mukaista osakasluetteloä (=tilapäinen osakasluettelo) yhtiökokouksen päättymiseen asti.

³⁶ Valtiovarainministeriö 2022, s. 8.

³⁷ OYL 1:12 ja IAS 24 -standardi.

tiedottaa lähipiiriliiketoimista julkisesti. Lähipiirisäännöksillä ei näin ollen kerätä tai saada sellaista täsmällistä tietoa, jolla olisi olennaista merkitystä tämän selvityksen aiheen ja tutkimuskysymyksen kannalta.

Sisäpiirisääntelyn tarkoituksena on ensisijaisesti ehkäistä markkinoiden väärinkäyttöä lisäämällä läpinäkyvyyttä yhtiön toimintaan liittyvien henkilöiden saamasta tiedosta, tekemistä kaupoista ja takaamalla tietojen tasapuolisen ja yhdenvertaisen julkistamisen markkinoille.³⁸ Yhtiön sisäpiiriin kuuluvat ne henkilöt, jotka saavat osana työtehtäviään tai muutoin haltuunsa sisäpiiritietoa. Näin ollen sisäpiiriläisen määritelmää ei ole liitetty omistajuuteen. Sisäpiiritieto on täsmällistä, julkistamatonta tietoa, joka liittyy liikkeeseenlaskijaan tai rahoitusvälineeseen, ja jolla julkistettuna todennäköisesti olisi huomattava vaikutus rahoitusvälineen tai siihen liittyvän rahoitusjohdannaisen hintaan.³⁹ Yhtiön osakkeenomistajat eivät välttämättä kuulu yhtiön sisäpiiriin, eikä sisäpiiriin kuuluva henkilö välttämättä omista yhtään yhtiön osaketta. Yhtiöiden EU:n markkinoiden väärinkäyttöasetuksen ((EU) 596/2014) mukaisesti ylläpitämät sisäpiirirekisterit eivät myöskään ole yleisöjulkisia, vaan julkiseksi tuodaan pörssitiedotteella lähtökohtaisesti ainoastaan sisäpiiritieto itsessään sekä johdon ja johdon lähipiiriin yhtiön osakkeilla tekemät kaupat.

Kuten edellä on esitetty, lähipiiri- ja sisäpiirisääntelyn tavoitteet ovat monilta osin yhteneväisiä hallintarekisteröityjen osakeomistusten läpinäkyvyyteen liittyvien tavoitteiden kanssa. Kyseisten sääntelykehikoiden lähtökohtana ei kuitenkaan ole läpinäkyvyyden lisääminen tuntemattomaksi jäävien, prosentuaalisesti pienten hallintarekisteröityjen omistusosuuksien osalta eikä tällaista tavoitetta voida pitää mainittujen sääntelykokonaisuuksien varsinaisena tarkoituksena. Näin ollen niillä ei ole tämän selvityksen näkökulmasta riittävän läheistä liityntää yhtiön osakkeiden omistukseen etenkin pienten omistusosuuksien osalta. Lähipiiri- ja sisäpiirisääntely on tästä johtuen rajattu tässä selvityksessä laajemman tarkastelun ulkopuolelle.

2.1.3. Osakkeenomistajien oikeudet -direktiivi ja sen kansallinen implementointi

Osakkeenomistajien tunnistamisesta ja osakkeenomistajien oikeuksista määrätään EU-tasolla osakkeenomistajien oikeudet -direktiivissä (Euroopan parlamentin ja Neuvoston direktiivi direktiivin 2007/36/EY muuttamisesta osakkeenomistajien pitkäaikaiseen vaikuttamiseen kannustamisen osalta (EU) 2017/828, annettu 17 päivänä toukokuuta 2017, SHRD II). Direktiivin säännökset on implementoitu pääsääntöisesti kansalliseen osakeyhtiölakiin, arvopaperimarkkinalakiin, sijoituspalvelulakiin ja arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annettuun lakiin. Säännökset koskevat ainoastaan säännellyllä markkinalla liikkeeseen laskettuja osakkeita ja monenkeskisellä kauppapaikalla kaupankäynnin kohteena olevien osakkeiden liikkeeseenlaskijat (First North -yhtiöt) jäävät näin ollen sääntelyn ulkopuolelle.

Direktiivin 3a artiklan mukaisesti jäsenvaltioiden on varmistettava, että yhtiöillä on oikeus tunnistaa osakkeenomistajansa. Jäsenvaltiot voivat säätää, että yhtiöt, joiden sääntömääräinen kotipaikka sijaitsee niiden alueella, voivat pyytää ainoastaan sellaisten osakkeenomistajien tunnistamista, joiden hallussa olevien osakkeiden tai äänioikeuksien määrä ylittää tietyn prosenttiosuuden. Prosenttiosuus, jota vähäisemmän osuuden

³⁸ Ks. esim. MAR perustelut.

³⁹ MAR 7 artikla.

omistaja voidaan jättää veloitteen ulkopuolelle, voi olla enintään 0,5 prosenttiyksikköä. Lisäksi jäsenvaltioiden on varmistettava, että välittäjät ilmoittavat yhtiölle viipymättä yhtiön tai sen nimeämän kolmannen osapuolen pyynnöstä osakkeenomistajan tunnistetiedot. Jäsenvaltiot voivat sallia sen, että yhtiö pyytää arvopaperikeskusta tai muuta välittäjää tai palveluntarjoajaa keräämään osakkeenomistajan tunnistetietoja, mukaan lukien välittäjien muodostamassa ketjussa toimivilta välittäjiltä, ja toimittamaan ne yhtiölle. Direktiivin suomenkielisessä käännöksessä termillä ”välittäjä” viitataan arvopapereiden säilytystoimintaa ja hoitamista asiakkaan lukuun harjoittavaan palveluntarjoajaan.⁴⁰

Direktiivin mukaisesti osakkeenomistajien henkilötietoja on käsiteltävä siten, että yhtiö kykenee tunnistamaan sen hetkiset osakkeenomistajansa voidakseen olla näihin suoraan yhteydessä. Tällä pyritään helpottamaan osakkeenomistajien oikeuksien käyttöä ja osakkeenomistajavaikuttamista yhtiössä. Jäsenvaltiot voivat kuitenkin lainsäädännössään säätää osakkeenomistajien henkilötietojen käsittelystä muihin tarkoituksiin (art. 3a, kohta 4).

Liikkeeseenlaskijan tiedonsaantioikeus on implementoitu Suomessa arvopaperimarkkinalakiin, jonka 8 luvun 8 §:n mukaan sijoituspalveluntarjoajalla, arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetussa laissa tarkoitetulla hallintarekisteröinnin hoitajalla sekä muulla arvopaperitileistä annetussa laissa tarkoitetulla säilyttäjällä on velvollisuus antaa liikkeeseenlaskijalle sen osakkaita koskevat tiedot mainituissa laeissa tarkoitetulla tavalla. Liikkeeseenlaskija saa säilyttää kerättyjä tietoja enintään 12 kuukautta. Tietojen keräämisestä aiheutuneista kustannuksista vastaa osakkeen liikkeeseenlaskija, kun kyseessä on suomalainen yhtiö.⁴¹ Suomessa ei ole käytössä direktiivissä mahdollistettua raja-arvoa, vaan käytännössä liikkeeseenlaskija voi pyytää tietoja kaikista osakkeenomistajistaan.⁴²

Arvopaperimarkkinalain säännösten lisäksi sijoituspalvelulaissa (747/2012, SipaL) säädetään sijoituspalveluyrityksen velvollisuudesta toimittaa osakkeenomistajan tunnistetiedot liikkeeseenlaskijalle tämän pyynnöstä. Sijoituspalveluyrityksen on annettava tiedot pyynnöstä myös liikkeeseenlaskijan nimeämälle kolmannelle osapuolelle. Jos sijoituspalveluyritys säilyttää osakkeita toisen sijoituspalveluyrityksen tai muun osakkeita säilyttävän yhteisön lukuun, on sen toimitettava viipymättä liikkeeseenlaskijan tiedonsaantipyynnöille sille, jonka lukuun se säilyttää osakkeita. Sijoituspalveluyrityksen on lisäksi viipymättä ilmoitettava pyynnön tehneelle yhtiölle toisen sijoituspalveluyrityksen tai muun yhteisön tiedot.⁴³

Sijoituspalvelulain säännöksiä sovelletaan ainoastaan sellaisiin säännellyillä markkinalla liikkeeseen laskettuihin osakkeisiin, joiden liikkeeseenlaskijan yhtiöoikeudellinen

⁴⁰ Osakkeenomistajien oikeudet -työryhmän muistio, VM080:00/2017, s. 56, jonka mukaisesti direktiivin suomenkielisessä tekstikäännöksessä on virheellisiä käännöksiä. Direktiivin suomenkielinen ilmaisu välittäjästä on virheellinen, eikä vastaa sitä toimintaa, jota direktiivissä tarkoitetaan. Arvopaperin välittäjän tehtävät tarkoittavat esimerkiksi asiakkaan arvopapereita koskevien myynti- tai ostotoimeksiantojen hoitamista, kun taas säilyttäjän tehtäviin kuuluu direktiivissä tarkoitettu arvopaperien säilytys ja hoitaminen asiakkaan lukuun. Tämän vuoksi hallituksen esityksessä ja laissa käytetään ilmaisua säilyttäjä.

⁴¹ Arvopaperimarkkinalaki (746/2012), 8:8, ks. myös HE 305/2018, s. 183, SipaL:n perusteella jää avoimeksi, kuka kustannuksista vastaa pyynnön tullessa ulkomaiselta listayhtiöltä. SHRD II -direktiivissä ei ole otettu kantaa kustannustenjakoon, vaan tämä on jätetty kansallisesti säädettäväksi.

⁴² HE 305/2018.

⁴³ SipaL 9a:2

kotipaikka on Suomessa tai Euroopan talousalueella. Näin ollen velvoite toimittaa osakkeenomistajia koskevia tietoja voi kohdistua kotimaisiin yhtiöihin ja muihin ETA-alueen pörssiyhtiöihin. Kolmansien maiden yhtiöille tietoja ei kuitenkaan ole velvollisuutta toimittaa.⁴⁴

Arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetun lain 6 luvun 9 §:n mukaan myös hallintarekisteröinnin hoitajaan sovelletaan sijoituspalvelulain 9 a luvun säännöksiä sijoituspalveluyrityksen velvollisuudesta toimittaa osakkeenomistajan tunnistetietoja. Lisäksi myös arvopaperikeskuksella on velvollisuus toimittaa tiedot SipaL:n säännösten mukaisesti sen toimiessa säilyttäjän ominaisuudessa silloin, kun pörssiyhtiön osake on liitetty arvo-osuusjärjestelmään arvopaperikeskusten välisellä linkillä EU:n arvopaperikeskusasetuksen 48 artiklan mukaisesti.⁴⁵

Osakkeenomistajan tunnistetietojen toimittamista edellyttävien säännösten tavoitteena on parantaa pörssiyhtiön tiedonsaantia osakkeenomistajistaan asettamalla osakkeita säilyttävälle sijoituspalveluyrityksille sekä osakkeita sijoittajien lukuun hallinnoiville arvopaperikeskukselle ja hallintarekisteröinninohitajalle velvollisuus liikkeeseenlaskijan pyynnöstä toimittaa osakkeenomistajien tunnistetiedot. Tunnistetietojen toimittamisen tavoitteena on mahdollistaa yhtiön ja osakkeenomistajan välinen suora yhteydenpito säilytysketjun ohi.⁴⁶ Direktiivin sekä kansallisen implementoinnin liikkeeseenlaskijan kyselyoikeutta koskevat säännökset soveltuvat ainoastaan säännellyllä markkinalla liikkeeseenlaskijoina toimiviin yhtiöihin ja säännellyllä markkinalla kaupankäynnin kohteena oleviin osakkeisiin. Näin ollen monenkeskisellä kauppapaikalla kaupankäynnin kohteena olevia osakkeita liikkeeseen laskeneet yhtiöt jäävät sääntelyn ulkopuolelle, eikä esimerkiksi First North -yhtiöillä ole samaa oikeutta saada osakkeenomistajan tietoja säilytysketjulta. Toisaalta monenkeskisellä kauppapaikalla toimivilla liikkeeseenlaskijoilla ei myöskään ole SHRD II:n mukaisia osakkeenomistajien oikeuksien käyttöön liittyviä myötävaikutusvelvollisuuksia. Hallituksen esityksen mukaan rajaus on katsottu perustelluksi, sillä First North on Pörssin päällistä kevyemmin säännelty markkinapaikka ja direktiivin säännösten ulottaminen First Northissa kaupankäynnin kohteena olevien osakkeiden liikkeeseenlaskijoihin lisäisi niiden hallinnollista taakkaa ja saattaisi nostaa osaltaan listautumiskynnystä First North -markkinapaikalle.⁴⁷

Direktiivin vaikutusta viranomaisten ja liikkeeseenlaskijoiden tiedonsaantiin on pohdittu Marjosolan laatimassa ja vuonna 2018 julkistetussa selvityksessä. Marjosolan mukaan olennaista on, että vaikka osakkeenomistajan oikeudet -direktiivi ei sinänsä koske viranomaisten tai yleisön tiedonsaantia, antaa se jäsenvaltioille mahdollisuuden säätää osakkeenomistajien henkilötietojen käsittelystä myös muihin tarkoituksiin. Tämän perusteella on mahdollista kysyä, voitaisiinko liikkeeseenlaskijan saamia osakastietoja käyttää täydentämään myös julkisen osakasluettelon tietoja hallintarekisteröidyn omistuksen osalta. Marjosolan näkemyksen mukaan osakkeenomistajan oikeudet -direktiivi on kuitenkin epätarkoituksenmukainen työkalu omistuksen yleisö- tai viranomaisjulkisuuden parantamiseksi, sillä liikkeeseenlaskijan kyselyoikeuden

⁴⁴ SipaL 9a:1 ja HE 305/2018, s. 180.

⁴⁵ Ks. esim. HE 305/2018, s. 185. Unioniin sijoittautunut ja unionissa toimiluvan saanut arvopaperikeskus voi ylläpitää linkkiä tai perustaa linkin jossakin kolmannen maan arvopaperikeskuksen kanssa APK-asetuksen 48 artiklan mukaisesti.

⁴⁶ HE 305/2018, s. 108.

⁴⁷ HE 305/2018, s. 110.

käyttämistä voi aiheutua omistusketjun pituudesta riippuen merkittäviäkin kustannuksia, ja näistä kustannuksista vastaa Suomessa lähtökohtaisesti kyselyoikeuden käyttäjä eli yhtiö itse.⁴⁸ Lisäksi liikkeeseenlaskijan kyselyoikeuden perusteella saatujen tietojen käyttö voidaan kyseenalaistaa myös osakkeenomistajien yksityisyydensuojan ja henkilötietojen käsittelyä koskevan tietosuojasääntelyn näkökulmasta.⁴⁹

Myös hallituksen esityksessä kerättyjen tietojen käyttämiseen julkisen osakasluettelon täydentämiseksi on suhtauduttu varauksella. Esityksen mukaan liikkeeseenlaskijan tiedonsaantioikeudella ei tarkoitettaisi lisättävän OYL:n 3 luvun 15 §:ssä tarkoitetun osakasluettelon sisältöä hallintarekisteröityjen osakkeenomistajien osalta. Sijoituspalveluyritysten lisääminen osakkaita koskevien tietojen toimittajiksi luonnollisesti edistää pörssiyrityksen tiedonsaantia osakkeenomistajistaan, mutta säilytysketjujen rakenteesta johtuen tieto osakkeenomistajista hajaantuu useaan eri haaraan, jolloin sijoituspalveluyrityksiltä kerättäviä tietoja ei ole aina edes mahdollista liittää arvopaperikeskuksessa tai pörssiyrityksen toimesta pidettävään osakasluetteloon luotettavalla tavalla. Säilytysketjujen hajaantuneista rakenteista johtuen OYL:ssa tarkoitettua osakasluetteloa ja hallintarekisteröityjen osakkeenomistajien yhtiökokousosallistumista varten tarvittavaa tilapäistä osakasluetteloa koskeva sääntely olisi pidettävä erillään arvopaperimarkkinalaissa tarkoitetusta tietojensaantioikeudesta.⁵⁰

2.1.4. Arvopaperimarkkinalaki

Arvopaperimarkkinalaki (AML) sisältää edellä kuvatun liikkeeseenlaskijan tietojensaantioikeuden lisäksi myös muita omistuksen läpinäkyvyyttä edesauttavia säännöksiä. Arvopaperimarkkinalain 9 luvussa säädetään avoimuusdirektiiviin (Euroopan Parlamentin ja Neuvoston direktiivi 2013/50/EU säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopaperien liikkeeseenlaskijoita koskeviin tietoihin liittyvien avoimuusvaatimusten yhdenmukaistamisesta annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2004/109/EY, arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettavasta esitteestä annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/71/EY ja direktiivin 2004/109/EY tiettyjen säännösten täytäntöönpanoa koskevista yksityiskohtaisista säännöistä annetun komission direktiivin 2007/14/EY muuttamisesta) perustuvasta huomattavien omistus- ja ääniosuuksien ilmoittamisesta, eli niin sanotusta liputusvelvollisuudesta. Lukua sovelletaan pörssiyritykseen ja sen osakkeenomistajaan sekä osakkeenomistajaan rinnastettavaan henkilöön. Lukua sovelletaan myös muuhun sellaiseen liikkeeseenlaskijaan, jonka säännöllisen tiedonantovelvollisuuden kotivaltio on arvopaperimarkkinalain säännösten mukaan Suomi, ja tällaisen liikkeeseenlaskijan osakkeenomistajaan sekä osakkeenomistajaan rinnastettavaan henkilöön.⁵¹ Käytännössä tämä tarkoittaa liikkeeseenlaskijaa, jonka liikkeeseen laskema arvopaperi on kaupankäynnin kohteena Suomessa ja joka on valinnut tiedonantovelvollisuuden

⁴⁸ Marjosola 2018, s. 47.

⁴⁹ Marjosola 2018, s. 48.

⁵⁰ HE 305/2018, s. 158.

⁵¹ AML 9:1

kotivaltiookseen Suomen.⁵² AML:n 9 luvun lisäksi liputusta koskevia velvoitteita sisältyy komission delegoituun asetukseen (EU) 2015/761.

Avoimuusdirektiivin mukaan liputusvelvollisuuden tavoitteena on ollut parantaa eurooppalaisen avoimuusjärjestelmän toimivuutta erityisesti yhtiöiden omistusten julkisuuden näkökulmasta.⁵³ Liputusvelvollisuus edellyttää, että osakkeenomistajan on ilmoitettava omistus- ja ääniosuutensa kohdeyhtiölle ja Finanssivalvonnalle, kun osuus saavuttaa tai ylittää taikka vähenee alle 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50 tai 90 prosentin taikka kahden kolmasosan kohdeyhtiön äänimäärästä tai osakkeiden kokonaismäärästä. Kohdeyhtiön on arvopaperimarkkinalain 9 luvun 10 §:n mukaan julkistettava liputusilmoituksen tiedot ilman aiheetonta viivytystä. Osakkeenomistajalla tarkoitetaan sekä ns. juridista osakkeenomistajaa, joka voi olla oikeushenkilö, että osakkeenomistajaan rinnastettavaa henkilöä. Osakkeenomistajaan rinnastetaan muun muassa osakkeenomistajassa määräysvaltaa käyttävä luonnollinen henkilö ja sellainen henkilö, jonka äänivalta perustuu sopimukseen, edustamisoikeuteen tai asiamiehenä toimimiseen.⁵⁴ Liputusvelvollisuus ulottuu näin ollen aina määräysvaltaketjun ylimpään määräysvallan käyttäjään saakka. Osakkeenomistajan ei AML 9:9.2 mukaan tarvitse tehdä liputusilmoitusta, jos sen tekee henkilö, jonka määräysvallassa osakkeenomistaja on.

Liputusvelvollisuutta sovelletaan vain säännellyllä markkinalla liikkeeseenlaskijoina toimivien yhtiöiden arvopapereiden omistus- ja ääniosuuksiin.⁵⁵ Näin ollen First North -kauppapaikalla kaupankäynnin kohteena olevien osakkeiden liikkeeseenlaskijat jäävät soveltuvuuden ulkopuolelle. Lisäksi liputusilmoitukseen on säädetty poikkeuksia, joiden mukaisesti liputusvelvollisuutta koskevia arvopaperimarkkinalain säännöksiä ei sovelleta tietyissä tapauksissa esimerkiksi arvopapereiden säilyttäjiin, rahastoyhtiöihin ja sijoituspalveluiden tarjoajiin. Poikkeuksena liputusvelvollisuuden piiriin kuuluvista transaktioista mainittakoon myös niin sanotut lyhyet positiot, joita koskee erillinen ilmoitusvelvollisuus.⁵⁶ Mainittakoon, että tämän selvityksen viimeistelyn aikana on julkaistu luonnos hallituksen esityksestä arvopaperimarkkinalain muuttamiseksi. Luonnoksessa AML 9 luvun soveltamisalaa ehdotetaan muutettavaksi siten, että sen säännöksiä sovellettaisiin jatkossa myös monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella kaupankäynnin kohteena oleviin osakkeisiin ja tiettyihin osakkeeseen oikeuttaviin arvopapereihin ja rahoitusvälineisiin.⁵⁷

2.1.5. EU:n arvopaperikeskusasetus

Arvopaperien säilytysmalleista ja arvopaperikeskuksista määrätään ylikansallisesti EU:n alueella EU:n arvopaperikeskusasetuksessa. Arvopaperikeskusasetus sisältää muun muassa arvopaperikeskusten toimilupien myöntämiseen, toimintaan, valvontaan ja

⁵² AML 7:3a.1 mukaan liikkeeseenlaskijan, jonka yhtiöoikeudellinen kotipaikka on kolmannessa maassa ja jonka liikkeeseen laskemia osakkeita, osakkeeseen oikeuttavia arvopapereita tai näihin rinnastettavia arvopapereita on kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla, on valittava säännöllisen tiedonantovelvollisuuden kotivaltiookseen jokin niistä ETA-valtioista, jossa näitä arvopapereita on kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla.

⁵³ Euroopan Parlamentin ja Neuvoston direktiivi 2013/50/EU, perustelujen kohta 2.

⁵⁴ AML 9:6–7

⁵⁵ AML 9:3

⁵⁶ AML 9:8, 9:8a–c

⁵⁷ Luonnos hallituksen esityksestä eduskunnalle arvopaperimarkkinalain muuttamisesta, julkaistu 8.8.2023 (VM039:00/2023).

viranomaistoimintaan liittyviä säännöksiä ja harmonisoi arvopaperikauppojen selvitystoiminnan ja arvopaperikeskustoiminnan sääntelyä unionin tasolla.

APK-asetus tuli voimaan syksyllä 2014. Suomessa asetus kirvoitti voimaan tullessaan erityisesti liikkeeseenlaskijoiden sijoittautumiseen ja säilytystilimalleihin liittyvää keskustelua. Arvopaperikeskusasetuksen 23 artiklan mukaisesti toimiluvan saanut arvopaperikeskus voi tarjota toimiluvan kattamia palveluja koko unionin alueella. Asetus mahdollisti näin ulkomaisten arvopaperimarkkinakeskusten palveluiden tarjoamisen myös Suomessa ns. passporting-menettelyä käyttäen. Lisäksi asetuksen 49 artikla edellyttää, että arvopaperin liikkeeseenlaskijalla on oltava oikeus siihen, että arvopaperit kirjataan missä tahansa toimiluvan saaneessa arvopaperikeskuksessa, joka on sijoittautunut mihin tahansa jäsenvaltioon. Asetus vahvisti siis 23 artiklaa vastaavasti myös liikkeeseenlaskijan oikeuden valita käyttämänsä arvopaperikeskus. Näin ollen suomalaisen yhtiön osakkeet on asetuksen voimaantulon myötä voitu liittää myös ulkomaiseen arvo-osuusjärjestelmään ja yhtiön liikkeeseen laskemat osakemuotoiset arvo-osuudet ottaa kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle tai monenkeskiselle kauppapaikalle toisessa jäsenvaltiossa.⁵⁸ Tämä tarkoittaa käytännössä, ettei arvopaperikeskuksen toiminta-aluetta tai liikkeeseenlaskijan vapautta valita arvopaperikeskus voida rajoittaa kansallisella lainsäädännöllä. Kansallisella lainsäädännöllä ei voida myöskään määrätä ulkomaisen arvopaperikeskuksen toiminnasta tai velvollisuuksista.

Asetus ei sisällä suoria arvopaperin hallintaketjuun tai tilin hoitamiseen liittyviä säännöksiä. Sen sijaan asetus velvoittaa arvopaperikeskuksen osapuolet tarjoamaan sijoittajille sekä yhteisasiakaseroteltua säilytystiliä että yksilöllisesti asiakaseroteltua säilytystiliä. Velvollisuus perustuu asetuksen 38 artiklaan, jonka mukaisesti arvopaperikeskuksen on säilytettävä tietoja ja ylläpidettävä tilejä, jotka mahdollistavat sen, että jokainen osallistuja voi pitää yhdellä arvo-osuustilillä eri asiakkailleen kuuluvia arvopapereita (yhteisasiakaserottelu). Lisäksi arvopaperikeskuksen on säilytettävä tietoja ja ylläpidettävä tilejä, joiden perusteella osallistuja voi erottaa minkä tahansa asiakkaansa arvopaperit, jos ja niin kuin kyseinen osallistuja edellyttää (yksilöllinen asiakaserottelu). Käytännössä yhteisasiakaserottelu tarkoittaa sitä, että arvopaperikeskuksen osapuoli, esimerkiksi tilinhoitaja, voi pitää yhdellä arvo-osuustilillä eri asiakkailleen kuuluvia arvopapereita (myös ns. "laaritili"). Yksilöllinen asiakaserottelu puolestaan tarkoittaa sitä, että arvopaperikeskuksen osapuolen on eroteltava kunkin asiakkaansa arvopaperit asiakaskohtaisesti eri tileille. Yksilöllisesti asiakaseroteltu arvo-osuustili voi olla suoraan asiakkaan nimissä oleva arvo-osuustili tai tilinhoitajan nimissä oleva, mutta vain kyseisen asiakkaan lukuun hallinnoitava arvo-osuustili.⁵⁹

Asetuksen perustelujen kohdassa 42 on todettu, että arvopaperikeskuksilta ja niiden osallistujilta olisi edellytettävä sekä yhteisasiakaserottelua että yksilöllistä asiakaserottelua, jotta asiakkaat voivat valita mielestään parhaiten tarpeisiinsa soveltuvan erottelun tason. Lisäksi arvopaperikeskusten tulisi erotella osallistujiansa ja näiden asiakkaiden varojen turvaamisen edistämiseksi kunkin osallistujan arvopaperitilit ja tarjota pyynnöstä mahdollisuutta osallistujien asiakkaiden tilien yksityiskohtaisempaan erottelemiseen. Tämä voi joissakin tapauksissa olla mahdollista vain korkeammilla

⁵⁸ Ks. esim. HE 28/2016, s. 1 ja Marjosola 2018, s. 44.

⁵⁹ HE 28/2016, s. 1.

kustannuksilla, jotka lankeavat niiden osallistujien asiakkaiden maksettavaksi, jotka ovat pyytäneet yksityiskohtaisempaa erottelua. Perusteluista voidaan päätellä, että velvoite tarjota sekä yhteisasiakaserottelua ja yksilöllistä erottelua on lähtökohtaisesti säädetty sijoittajien varojen turvaamiseksi ja sijoittajansuojan parantamiseksi. Yksilölliseen erotteluun perustuvan tilin tarjoamispakkoa ei ole perusteltu väärinkäytösten havaitsemiseen tai yleisöjulkisuuteen liittyvillä näkökulmilla, eikä asialla ole näin ollen varsinaista liittymäkohtaa Suomessa omaksuttuun läpinäkyvyyssperiaatteeseen. Tästä tulkinnasta on esitetty myös eriäviä kannanottoja, joiden mukaan eri tilimallien säätämisen tarkoituksena on ollut nimenomaisesti lyhentää säilytysketjuja muualla Euroopassa takaamalla sijoittajille paremmat mahdollisuudet yksilöllisesti erotellun tilimallin käyttöön.⁶⁰

APK-asetus ei yksilöllisen erottelun tarjoamisvelvoitteesta huolimatta lähtökohtaisesti velvoita arvopaperikeskuksia keräämään tietoja arvo-osuustilille merkittyjen arvopaperien lopullisesta omistajasta. Kuten edellä on todettu, yksilöllisesti asiakaseroteltu arvo-osuustili voi olla suoraan asiakkaan nimissä oleva arvo-osuustili tai tilinhoitajan nimissä oleva, mutta vain kyseisen asiakkaan lukuun hallinnoitava arvo-osuustili. Mikäli tili on tilinhoitajan nimissä, ei arvopaperikeskuksella välttämättä ole ainakaan kattavia tietoja tilinhoitajan asiakkaasta. Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen (ESMA) on 30.5.2018 päivättyssä kysymyksiä ja vastauksia -dokumentissa ilmaissut kantansa siitä, ettei APK-asetus määrittele yksilöllisen asiakaserottelun tarkempaa sisältöä. Yksilöllisesti erotellut tilit voivat sisältää tai olla sisältämättä tietoa arvopaperikeskuksen osapuolen (tilinhoitajan) asiakkaasta. Vaikka arvopaperikeskus siis tarjoaisi sekä osapuolen asiakkaan identifioivaa eroteltua tiliä tai muun kaltaista tiliä, ei arvopaperikeskuksen osapuolten olisi välttämättä tarjottava asiakkailleen molempia tilejä, vaan ainoastaan jonkinlaista eroteltua tiliä. Artiklan 38 (5) poikkeus ei siis näyttäisi velvoittavan ulkomaista arvopaperikeskusta tarjoamaan sellaisia suoria tilejä, joiden perusteella arvopaperikeskuksella olisi tieto loppusijoittajan henkilöllisyydestä. Näin ollen yleisöjulkisuutta tasapuolisesti tarjoavaa ratkaisua ei voimassa olevan sääntelyn puitteissa ole EU:ssa toimivien arvopaperikeskusten kautta saatavilla.

Asetuksen vaatimus edellä kuvattujen ”laaritilien” tarjoamisesta on suomalaisen lainsäädännön näkökulmasta ollut ongelmallista, sillä tällaisten useiden asiakkaiden omistuksia sisältävien tilien on katsottu heikentävän suoraan omistukseen perustuvaa osakeomistusten läpinäkyvyyttä verrattuna ennen APK-asetusta voimassa olleeseen kansalliseen lainsäädäntöön. APK-asetuksen 38 artikla sisältää kuitenkin poikkeussäännön, jonka mukaan arvopaperikeskuksen ja sen osapuolten on tarjottava yksilöllistä asiakaserottelua sellaisen jäsenvaltion kansalaisille ja asukkaille ja siihen sijoittautuneille oikeushenkilöille, jossa tätä edellytetään sen jäsenvaltion kansallisen lainsäädännön mukaisesti, jonka nojalla arvopaperit on luotu, sellaisena kuin se on voimassa 17 päivänä syyskuuta 2014. Tätä velvoitetta sovelletaan niin pitkään kuin kansallista lainsäädäntöä ei ole muutettu tai kumottu ja sen tavoitteet ovat edelleen voimassa.⁶¹ APK-asetuksen poikkeuksen sanamuodon on tulkittu mahdollistavan Suomessa nykyinen suoran ja läpinäkyvän omistuksen järjestelmä, jonka perusteella suomalaiset sijoittajat eivät voi hyödyntää hallintarekisteröintiä tai laaritilejä

⁶⁰ Ks. esim. Valtiovarainministeriö 2014, Jorma Yli-Jaakkolan eriävä mielipide työryhmän muistion liitteenä luovutettavaksi, 1.7.2014, s. 2.

⁶¹ APK-asetus 38 artikla, 5. kohta, 2. alakohta

kaupankäynnissään kotimaassa. Kansallisella lainsäädännöllä ei kuitenkaan voida tehokkaasti rajoittaa muissa maissa käytössä olevia arvopapereiden säilytysjärjestelmiä ja näin ollen suomalainen sijoittaja voisi teoriassa kiertää hallintarekisteröintikieltoa ja piilottaa omistustietonsa käyttämällä sellaista ulkomaista arvopaperisäilyttäjää, joka ei ole velvollinen noudattamaan Suomen kansallista lainsäädäntöä.⁶²

Hallintarekisteröinnin kiertämistä rajoittavana tekijänä voidaan mainita viranomaisten AOJSL:n 4:4 mukainen tiedonsaantioikeus, jonka nojalla hallintarekisteröinnin hoitajan on pyynnöstä ilmoitettava Finanssivalvonnalle arvo-osuuksien todellisen omistajan nimi, jos se on tiedossa, ja se, kuinka monta arvo-osuutta omistajalla on. Jollei arvo-osuuksien todellisen omistajan nimi ole tiedossa, hallintarekisteröinnin hoitajan on annettava vastaavat tiedot omistajan puolesta toimivasta asiamiehestä sekä tämän antama kirjallinen vakuutus siitä, ettei arvo-osuuksien todellinen omistaja ole suomalainen luonnollinen henkilö tai suomalainen yhteisö tai säätiö. Lisäksi veroviranomaisten tietojenvaihto rajoittanee osaltaan suomalaisten sijoittajien halukkuutta kiertää hallintarekisteröintikieltoa lisäämällä tämän ilmitulon riskiä. Veroviranomaisten tiedonvaihtoa on käsitelty jäljempänä kohdassa 2.2. Kansainvälistä viitekehystä ja tähän liittyviä kansalliseen lainsäädäntöön kohdistuvia rajoituksia on käsitelty laajemmin jäljempänä kohdassa 2.5.

2.2. Harmaa talous ja verotus

2.2.1. Verohallinnon tiedonsaanti

Yhteisöjen omistukseen liittyviä tietoja tarvitaan myös muun muassa osinkojen verotuksen ja harmaan talouden ehkäisyn näkökulmasta. Kohdassa 1.4 ja 2.1 kuvatun mukaisesti Suomessa osakkeiden omistajatiedot ovat lähtökohtaisesti yleisöjulkisia muutoin kuin hallintarekisteröityjen osakkeiden osalta. Oikean verotuksen takaaminen edellyttää kuitenkin sitä, että Verohallinto saa tiedon myös hallintarekisteröityjen osakkeiden omistajista.

Verohallinnon mahdollisuudet saada tietoja etenkin valtioiden rajat ylittävistä omistuksista ovat viimeisen vuosikymmenen aikana parantuneet merkittävästi muun muassa pankkisalaisuuteen liittyvien rajoitusten poistumisen ja kansainvälisen sopimusverkoston laajenemisen myötä.⁶³ Lisäksi veronkiertoa ja harmaata taloutta on pyritty ehkäisemään verolainsäädännön muutoksin. Lähdeverolakia muutettiin 1.1.2021 alkaen (HE 282/2018 vp). Tämän seurauksena verosopimukseen perustuvia etuuksia voidaan myöntää osinkoa maksettaessa vain, mikäli Verohallinnolle toimitetaan vuosi-ilmoitus, joka sisältää osingon saajan loppusaajatiedot. Lisäksi muutoksen myötä lähdeveroa on maksettava 35 prosenttia, jos Verohallinnolle ei toimiteta osingonsaajan tietoja. Myös ennakkoperintälakia (1118/1996) muutettiin. Uusi 4a § edellyttää, että Suomessa yleisesti verovelvolliselta osingonsaajalta pidätetään 50 prosentin ennakonpidätys hallintarekisteröidyille osakkeille maksettavista osingoista, ellei hänen tietojan ole annettu vuosi-ilmoituksella Verohallinnolle.⁶⁴ Lisäksi säilyttäjien rekisteröitymistä uuteen säilyttäjärekisteriin on kannustettu siten, että rekisteröitymällä säilyttäjät saavat oikeuden antaa asiakkailleen verosopimuksen mukaisen alennetun verokannan osingon

⁶² Ks. esim. Marjosola 2018, s. 27 ja HE 28/2016, s. 22–23.

⁶³ Valtiovarainministeriö 2022, s. 1.

⁶⁴ Valtiovarainministeriö 2022, s. 10.

maksamisen yhteydessä. Tämä tapahtuu lähettämällä alempaa lähdeveroa koskeva tieto säilyttäjäketjua pitkin liikkeeseenlaskijalle. Edun saaminen on mahdollista myös silloin, kun säilytysketjussa oleva muu rekisteröity säilyttäjä sitoutuu ottamaan vastuun lähdeveron oikeasta määrästä ja raportoimaan loppusaajatiedot Verohallinnolle. Rekisteröitymättömät säilyttäjät eivät voi tarjota verosopimusetuuksia asiakkailleen suoraan, vaan rekisteröitymättömän säilyttäjän tulee verosopimusetuuksien mahdollistamiseksi toimittaa loppusaajan tiedot liikkeeseenlaskijalle, joka omalla vastuullaan myöntää verosopimusetuudet ja antaa vuosi-ilmoituksella loppusaajatiedot Verohallinnolle.⁶⁵

Edellä kuvattu rekisteröityminen on säilyttäjille vapaaehtoista. Valtiovarainministeriö on kuitenkin todennut, että se edistää säilyttäjien liiketoimintaa mahdollistamalla verosopimusetuuksien antamisen asiakkaille osinkoa maksettaessa. Säilyttäjien rekisteröityminen uuteen säilyttäjärekisteriin on siten tärkeää kyseisten palveluntarjoajien liiketoiminnalle.⁶⁶ Todettakoon, että säilyttäjät kuitenkin arvioivat tapauskohtaisesti, onko rekisteröityminen kannattavaa. Hyötyanalyysissä otetaan huomioon muun muassa rekisteröitymisestä seuraava hallinnollinen taakka sekä verovastuu perimättä jätetyistä lähdeveroista. Vuonna 2022 säilyttäjärekisteriin oli rekisteröitynyt 102 säilyttäjää, joista 10 oli suomalaisia ja 92 ulkomaalaisia.

Verohallinnon käyttämiä informaation lähteitä ovat kansalliset rekisteritiedot ja Patentti- ja rekisterihallitus (PRH) ja Verohallinto ylläpitävätkin yhdessä nykyistä yritystietojärjestelmää. Lisäksi osakeyhtiöt ilmoittavat Verohallinnolle tilikausittain tiedot sellaisista osakkeenomistajista, jotka omistavat vähintään 10 prosenttia yhtiön osakkeista, mutta näitä tietoja ei erikseen rekisteröidä. Tiedot kerätään kerran vuodessa. Kerättävät tiedot mahdollistavat näin ollen vain tilannekatsauksen tiettyyn hetkeen. Velvollisuus ei myöskään koske kaikkia yritysmuotoja.⁶⁷

Verohallinto saa tietoja myös muiden valtioiden veroviranomaisilta tietojenvaihdon avulla. Kansainvälisestä tietojenvaihdosta veroasioissa on säädetty EU-direktiiveillä sekä sovittu kahden tai useamman valtion välisissä sopimuksissa. Tietojenvaihdon oikeusperusteita ovat muun muassa Pohjoismaiden välinen sopimus virka-avusta veroasioissa (SopS 37/1991), Yleissopimus veroasioissa annettavasta keskinäisestä virka-avusta (SopS 21/1995), EU:n neuvoston Asetus (EU) N:o 904/2010 hallinnollisesta yhteistyöstä ja petosten torjunnasta arvonlisäverotuksen alalla (virka-apuasetus), EU:n neuvoston direktiivi 2010/24/EU keskinäisestä avunannosta veroihin, maksuihin ja muihin toimenpiteisiin liittyvien saatavien perinnässä, EU:n neuvoston direktiivi 2011/16/EU hallinnollisesta yhteistyöstä verotuksen alalla ja direktiivin 77/799/ETY kumoamisesta (virka-apudirektiivi) sekä kahdenväliset sopimukset, kuten esim. Suomen ja Yhdysvaltojen välillä solmittu verotietojen vaihtoa koskeva FATCA-sopimus (SopS 25/2015).

Kansainvälinen tietojenvaihto voidaan jakaa kolmeen päämenetelmään: automaattiseen, oma-aloitteiseen ja pyynnöstä tapahtuvaan tietojenvaihtoon.⁶⁸ EU:n jäsenvaltioiden välillä on 1.1.2013 lukien sovellettu virka-apudirektiiviä, joka koskee tietojenvaihtoa ja kattaa

⁶⁵ Valtiovarainministeriö 2022, s. 10.

⁶⁶ Valtiovarainministeriö 2022, s. 10.

⁶⁷ HE228/2016, s. 55

⁶⁸ Verohallinto 2023, '1 Yleistä kansainvälisestä yhteistyöstä ja tietojenvaihdosta'.

kaikki jäsenvaltion ja sen osa-alueiden tai paikallisviranomaisten kantamat tai niiden puolesta kannetut verot, jos ne kannetaan alueella, johon perussopimuksia Euroopan unionista tehdyn sopimuksen (SEUT) 52 artiklan nojalla sovelletaan.⁶⁹ Lisäksi tietojenvaihdosta säädetään hallinnollisen yhteistyön direktiivissä (2011/16/EU). Kyseiset säännökset ovat velvoittaneet jäsenvaltioita vaihtamaan tietoja automaattisesti kerran vuodessa viimeksi päättyneen verovuoden osalta kaikista verovelvollisista, jotka kunkin maan veroviranomaisen tietojen mukaan asuvat, ovat saaneet tuloa, tai joilla on varallisuutta kyseisessä maassa. EU:n jäsenvaltioiden osalta 2017 alkanut finanssilitietojenvaihto perustuu virka-apudirektiiviä muuttaneeseen direktiiviin 2014/107/EU (DAC2) ja EU:n ulkopuolisten maiden osalta joko monenkeskiseen toimivaltaisten viranomaisten sopimukseen finanssilitietojen automaattisesta vaihtamisesta tai kahdenväliseen sopimukseen.⁷⁰ Automaattisessa tietojenvaihdossa sovelletaan Common Reporting Standard (CRS) -järjestelmää, joka on OECD:n hyväksymä ja FATCA:an perustuva yleinen automaattisen tietojenvaihdon raportointistandardi.⁷¹

Vuonna 2020 tullut voimaan DAC6-direktiivi (2011/16/EU) edellyttää EU:n jäsenvaltioita keräämään tietoja raportoitavista rajat ylittävistä verosuunnittelujärjestelyistä, joissa on mahdollista välttää tai vähentää verojen maksamista. Direktiivin tarkoituksena on torjua verovälttelyä ja lisätä verotuksen avoimuutta EU:ssa. Jäsenvaltioiden on ilmoitettava raportoidut järjestelyt toisille jäsenvaltioille automaattisesti, mikä mahdollistaa veroviranomaisten välisen yhteistyön veronkierron torjumiseksi.⁷² DAC6-ilmoituksen kautta Verohallinto voi saada ilmoituksen mm. hallintarekisteröidyillä osakkeilla tehdyistä järjestelyistä, joilla on tavoiteltu joko osingoista tai luovutusvoitoista perittävän veron välttämistä.⁷³

Oma-aloitteiset tietojenvaihdot ovat usein kertaluonteisia ja tapauskohtaisia. Oma-aloitteiseen tietojenvaihtoon sisältyvät tiedot eivät tyypillisesti ole olleet mukana automaattisessa tietojenvaihdossa. Näillä verovalvonnassa ilmenneillä tiedoilla voi potentiaalisesti olla verovaikutus vastaanottavassa maassa ja ne koskevat muun muassa seikkoja, joiden seurauksena toinen maa voi menettää verotuloja systemaattisen verojen välttämiseen viittaavien toimien johdosta. Oma-aloitteisten tiedonvaihtojen tarkoituksena on varmistua siitä, että verovelvollisen verotus on toteutettu oikein ja oikean suuruisena.⁷⁴

Pyynnöstä tapahtuva tietojenvaihto liittyy tilanteeseen, jossa Verohallinto ei itse pysty saamaan Suomen verotukseen tarvittavia tietoja ja pyytää virka-apua ulkomailta. Kyseisen maan toimivaltainen viranomaiskerä kerää tietoa omaa lainsäädäntöään noudattaen ja toimittaa tiedot Verohallinnolle. DAC6-direktiivissä ja Neuvoston asetuksessa 904/2010 on määritelty tarkat määräajat virka-apupyyntöön vastaamiselle.⁷⁵

Verotusmenettelystä annetun lain (1558/1995, VML) 7 §:n 1 momentti edellyttää, että verovelvollinen antaa veroviranomaiselle tiedot kaikista veronalaisista tuloistaan,

⁶⁹ Valtiovarainministeriö 2022, s. 11.

⁷⁰ Verohallinto 2023, '2 Automaattinen tietojenvaihto'.

⁷¹ Valtiovarainministeriö 2022, s. 9.

⁷² Valtiovarainministeriö 2022, s. 9.

⁷³ Valtiovarainministeriö 2022, s. 12.

⁷⁴ Verohallinto 2023, '3 Spontaani tietojenvaihto'.

⁷⁵ Verohallinto 2023, '4 Pyynnöstä tapahtuva tietojenvaihto'.

vähennyksistään, omaisuudestaan ja veloistaan sekä muista verotukseen vaikuttavista seikoista. Ilmoitusvelvollisuus koskee kaikkia tuloja ja omaisuutta, joita henkilö saa sekä Suomesta että ulkomailta. Vaikka tietoja saadaankin suoraan muilta veroviranomaisilta, ei verovelvollisen ilmoitusvelvollisuus ulkomaisista tuloista ja varoista poistu kansainvälisen tietojenvaihdon myötä. Verovelvollisen on ilmoitusvelvollisuutensa täyttämiseksi itse täydennettävä veroilmoituksensa ulkomaisista tuloistaan.⁷⁶ Sama koskee esimerkiksi Suomesta saatuja vuokratuloja, joita Verohallinto ei saa suorasiirtona kolmansilta osapuolilta.

Tiedot suorista osakeomistuksista ovat arvopaperikeskuksessa kaikkien saatavilla. Näistä tiedoista Verohallinto saa suoraan informaatiota, joka voidaan liittää esitetyyn veroehdotukseen muiden kuin hallintarekisteröityjen omistusten osalta. Listayhtiöiden liputusvelvollisuudesta johtuen myös hallintarekisteröityjen osakkeiden huomattavat omistustiedot ja omistajamuutokset ovat julkisia ja tulevat pääsääntöisesti Verohallinnon tietoon. Liputusvelvollisuuden alittavien hallintarekisteröityjen omistusten tietojen saaminen on vaikeampaa. Lisäksi Verohallinto saa tietoja väliaikaisesta osakasluettelosta, joka muodostetaan yhtiökokouksen osallistujista. Tietojen saatavuus riippuu kuitenkin osakkeenomistajien aktiivisuudesta ja osallistumisesta yhtiökokoukseen.⁷⁷

Finanssitilitietojen vaihdolla (CRS/DAC2) voidaan saada tietoa Suomessa asuvan henkilön hallintarekisteröidyistä osakeomistuksista kotimaisissa yhtiöissä, mutta tieto on kumulatiivisessa muodossa. Verohallinto voi pyytää erittelyä, mutta jos sitä ei saada, voi Verohallinto pyytää tietoja säilyttäjän asuinvaltion veroviranomaiselta. Tämä tieto voidaan käyttää verovalvonnassa yksittäistapauksessa, mutta sen käyttäminen automatisoidussa prosessissa on vaikeaa.⁷⁸

Verohallinto voi myös saada tietoa mm. ulkomaisilta viranomaisilta suomalaisilla osakkeilla tehdyistä kaupoista oma-aloitteisen tietojenvaihdon kautta, DAC6:n kautta ilmoitetuista hallintarekisteröidyillä osakkeilla tehdyistä järjestelyistä, joilla tavoitellaan veron välttämistä, sekä tiedot osingonjakohetkellä hallintarekisteröityjen osakkeiden omistajista, joille on myönnetty verosopimuksen mukainen alennettu verokanta.⁷⁹

2.2.2. Verohallinnon keräämän tiedon käytöstä

Verotusta varten kerättyjen tietojen käyttöä omistusten läpinäkyvyyden lisäämiseksi on pohdittu muun muassa hallituksen esityksessä laiksi rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen estämisestä, laiksi rahanpesun selvittelykeskuksesta sekä eräiksi niihin liittyviksi laeiksi. Omistusten läpinäkyvyyden lisääminen on tässä yhteydessä liittynyt tosiasiallisten edunsaajien rekisteröintiin. Esityksessä on todettu, että omistustietoja sisältävän tietokannan rakentaminen Verohallinnon keräämien tietojen varaan ei ole mahdollista, sillä Verohallinto voi toimivaltansa puitteissa kerätä tietoa ainoastaan verotuksen toimittamista varten ja verotuksen toimittamista varten kerätyt tiedot ovat salassa pidettäviä. Hallituksen esityksessä Verohallinnon keräämien omistajatietojen käyttämiseen pohjatietona on kuitenkin suhtauduttu myönteisesti.⁸⁰ Esityksessä ei ole

⁷⁶ Verohallinto 2023, '6 Kansainvälinen tietojenvaihto suhteessa verovelvollisen ilmoittamisvelvollisuuteen'.

⁷⁷ Valtiovarainministeriö 2022, s. 12.

⁷⁸ Valtiovarainministeriö 2022, s. 12.

⁷⁹ Valtiovarainministeriö 2022, s. 12.

⁸⁰ HE 228/2016, s. 55.

määritelty, mitä tällä käyttötavalla tarkalleen ottaen tarkoitetaan. Tietojen ollessa jo lain nojalla salaisia lienee kuitenkin perusteltua olettaa, että käytötapa viittaa viranomaisten harjoittaman valvonnan tukemiseen. Ainoastaan sellaisia verotustietoja voidaan luovuttaa kolmannelle, joiden luovuttaminen on sallittua verotustietojen julkisuudesta ja salassapidosta annetun lain (1346/1999 muutoksineen) mukaisesti. Lisäksi kansainvälisellä tietojenvaihdolla saadut tiedot ovat salassapidettäviä myös vaihdon oikeuslähteenä olevan valtiosopimuksen tai direktiivin perusteella.

Edellä mainittujen tietojen käyttötarkoitusta ja julkisuutta koskevien ongelmien lisäksi Verohallinnon keräämiin tietoihin liittyy joitakin täsmällisyyteen ja ajantasaisuuteen kohdistuvia puutteita, sillä tiedot kerätään lähtökohtaisesti vain kerran vuodessa. Näin ollen ne antavat kuvan vain kyseisen hetken omistuksesta.⁸¹ Arvopaperimarkkinoille on ominaista, että etenkin päälistalle hakeutuneiden yhtiöiden osakkeilla käydään päivittäistä kauppaa. Osakaskunnassa ja omistusten määrässä voi näin ollen tapahtua suuria muutoksia lyhyelläkin aikavälillä. Kerran vuodessa kerättävät tiedot eivät näin ollen anna todenmukaista kuvaa yksittäisen yhtiön omistusrakenteesta tavalla, jota voitaisiin pitää tarkoituksenmukaisena läpinäkyvyyden lisäämisen tavoitteiden kannalta.

2.3. Rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen estäminen sekä tosiasialliset edunsaajat

Rahanpesulla tarkoitetaan toimintaa, jossa rikollisesta tai laittomasta alkuperästä olevat varat pyritään kierrättämään laillisen maksujärjestelmän läpi varojen tosiasiallisen luonteen, alkuperän tai omistajien peittämiseksi. Terrorismin rahoittamisella sen sijaan tarkoitetaan laillista tai laitonta alkuperää olevien varojen hankkimista tai keräämistä terroristiseen tarkoitukseen. Sekä rahanpesu että terrorismin rahoittaminen heikentävät sijoittajien luottamusta markkinoihin ja aiheuttavat negatiivisia taloudellisia ja yhteiskunnallisia vaikutuksia.⁸² Rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen sääntely perustuu pääasiassa niin sanottuun EU:n neljänteen rahanpesudirektiiviin ((EU) 2015/849), joka on implementoitu kansalliseen lakiin rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen estämisestä (444/2017, rahanpesulaki) ja jota on täsmennetty edelleen viidennellä rahanpesudirektiivillä ((EU) 2018/843) ja tullaan täsmentämään yhä edelleen valmisteilla olevalla kuudennella rahanpesudirektiivillä. Rahanpesulaissa säädetään muun muassa asiakkaan tuntemismenettelystä sekä tosiasiallisen edunsaajan tunnistamisesta ja tosiasiallisia edunsaajia koskevien tietojen ylläpidosta.

Neljännän rahanpesudirektiivin 30 artiklan 1 kohdan mukaisesti jäsenvaltioiden on varmistettava, että niiden alueelle perustettujen yhteisöjen ja muiden oikeushenkilöiden edellytetään hankkivan riittävät, tarkat ja ajantasaiset tiedot tosiasiallisista omistajistaan ja edunsaajistaan, mukaan lukien yksityiskohtaiset tiedot niiden hallussa olevista omistusosuuksista, ja pitävän niitä yllä. Lisäksi jäsenvaltioiden on 30 artiklan 2 kohdan mukaan varmistettava, että näiden yhteisöjen ja muiden oikeushenkilöiden edellytetään antavan ilmoitusvelvollisille laillista omistajaa koskevien tietojen lisäksi tiedot tosiasiallisesta omistajasta ja edunsaajasta ilmoitusvelvollisten toteuttaessa asiakkaan tuntemisvelvollisuutta koskevia toimenpiteitä. Tosiasiallisella omistajalla ja edunsaajalla tarkoitetaan direktiivin mukaan yhtä tai useampaa luonnollista henkilöä, joka viime kädessä omistaa yhtiön tai käyttää siinä määräysvaltaa, ja/tai yhtä tai useampaa luonnollista henkilöä, jonka lukuun liiketoimi suoritetaan tai toimintaa harjoitetaan. Osoituksena omistamisesta tai määräysvallan käytöstä pidetään riittävää prosentuaalista omistusosuutta oikeushenkilön

⁸¹ HE 228/2016, s. 55.

⁸² HE 228/2016, s. 6.

osakkeista tai äänioikeuksista tai omistusosuudesta, haltijaosakkeet mukaan luettuina, tai mahdollisuudesta käyttää määräysvaltaa muilla keinoin. Määritelmän ulkopuolelle rajautuvat kuitenkin säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteena olevat yhtiöt, jotka kuuluvat omistajaa koskevien tietojen riittävän avoimuuden takaavien EU-tasoisten tiedonantovelvollisuuksien (esim. avoimuuksidirektiivi ja markkinoiden väärinkäyttöasetus) tai vastaavien kansainvälisten normien soveltamisalaan. Osoituksena suorasta omistuksesta pidetään sitä, että luonnollisella henkilöllä on 25 prosentin ja yhden osakkeen osakkeenomistus tai yli 25 prosentin omistusosuus. Välillisen omistuksen määritelmä täyttyy puolestaan silloin, kun yhteisöllä, joka on yhden tai useamman luonnollisen henkilön määräysvallassa, taikka useilla yhteisöillä, jotka ovat saman yhden tai useamman luonnollisen henkilön määräysvallassa, on 25 prosentin ja yhden osakkeen osakkeenomistus tai yli 25 prosentin omistusosuus. Jäsenvaltioilla on myös oikeus päättää, että mainittua pienempi prosenttiosuus voi olla osoituksena omistuksesta tai määräysvallasta.⁸³

Kansallisessa rahanpesulaissa tosiasiallinen edunsaaja on määritelty direktiivissä ilmaistua määritelmää mukailleen. Näin ollen omistusrajaksi on asetettu 25 prosenttia sekä välillisen että suoran omistuksen osalta (osakkeiden, muiden osuuksien tai äänimäärän omistus- ja käyttöoikeus). Lisäksi tosiasialliseksi edunsaajaksi katsotaan luonnollinen henkilö, joka muulla tavoin käyttää tosiasiallisesti määräysvaltaa oikeushenkilössä.⁸⁴ Selvyyden vuoksi todettakoon, että tosiasiallisella edunsaajalla tarkoitetaan aina luonnollista henkilöä. Tosiasiallista edunsaajaa koskevien tietojen ylläpitoa koskevia rahanpesulain vaatimuksia sovelletaan listaamattomiin yhtiöihin ja monenkeskisellä kauppapaikalla toimiviin liikkeeseenlaskijoihin. Säännellyillä markkinalla liikkeeseenlaskijoina toimivat listayhtiöt on direktiivin 3 artiklan mukaisesti rajattu rahanpesulain kuudennen luvun soveltamisalan ulkopuolelle, eikä niillä ole näin ollen vastaavaa velvollisuutta ylläpitää kyseisiä tietoja.⁸⁵ Säännellyillä markkinalla toimivia liikkeeseenlaskijoita koskevaa soveltamisalan rajausta on hallituksen esityksessä (HE 228/2016) perusteltu sillä, että tällaisen listayhtiön osakkeenomistajia koskee arvopaperimarkkinalain 9 luvun 5 §:n mukainen liputusvelvollisuus, jonka alaraja on viisi prosenttia kohdeyhtiön äänimäärästä tai osakkeiden kokonaismäärästä. Liputusvelvollisuuden osalta osakkeenomistajaan rinnastetaan henkilö, joka käyttää määräysvaltaa osakkeenomistajassa, joten myös liputusvelvollisuus kohdistuu omistusketjussa määräysvallan ylimpään käyttäjään. Liputusvelvollisuuden on katsottu vaatimuksena olevan huomattavasti tiukempi kuin tosiasiallisen edunsaajan rekisteröitymisen edellytyksenä oleva 25 prosenttia ja näin ollen omistuksen julkisuuden toteutuvan tätä kautta.⁸⁶

Jäsenvaltioiden on varmistettava, että tosiasiallisista omistajista ja edunsaajista kerättävät tiedot säilytetään kussakin jäsenvaltiossa keskitetyssä rekisterissä, esimerkiksi kaupparekisterissä tai yhtiörekisterissä, tai muussa julkisessa rekisterissä. Rekisterin sisältämien tietojen on oltava riittäviä, tarkkoja ja ajantasaisia. Kyseisen tietokannan sisältämät tosiasiallista omistajaa ja edunsaajaa koskevat tiedot voidaan kerätä kansallisten järjestelmien mukaisesti. Niillä, joiden oikeutettua etua edunsaajatieto koskee, tulee olla pääsy vähintään edunsaajan nimitietoihin, syntymäkuukautta ja -vuotta, kansalaisuutta, asuinmaata sekä hallussa olevan omistusosuuden luonnetta ja laajuutta koskevaan tietoon. Tosiasiallista omistajaa ja edunsaajaa koskevien tietojen antamisessa on kuitenkin noudatettava tietosuojasääntöjä ja sähköistä kirjautumista sekä maksun

⁸³ Rahanpesudirektiivin 30 artikla kohdat 3–5.

⁸⁴ Rahanpesulaki 1:5

⁸⁵ Rahanpesulaki 6:1–2

⁸⁶ HE 228/2016, s. 120.

suorittamista voidaan vaatia. Tietojen hankinnasta veloittettavat maksut eivät kuitenkaan saa ylittää siitä aiheutuvia hallinnollisia kustannuksia.⁸⁷

Suomen kansallisen rahanpesulain säännösten mukaan yhteisöjen on asianmukaisesti hankittava ja pidettävä yllä täsmällisiä ja ajantasaisia tietoja tosiasiallisista edunsaajistaan ja annettava nämä tiedot pyynnöstä laissa tarkoitetulle ilmoitusvelvolliselle, kuten säilytysyhteisölle, luottolaitokselle tai omaisuudenhoitajalle tämän suorittaessa asiakkaan tuntemista koskevia toimia. Yhtiön on huolehdittava siitä, että tosiasiallisista edunsaajista pidetään luetteloa, johon merkitään omistajan tai edunsaajan nimi, syntymäaika, kansalaisuus, asuinmaa sekä määräysvallan tai omistussuuden peruste ja laajuus. Luettelo on laadittava viivytyksettä yhtiön perustamisen jälkeen ja sitä on pidettävä luotettavalla tavalla. Tosiasiallisen edunsaajan on toimitettava tässä luvussa tarkoitetulle yhteisölle tarpeelliset tiedot rekisteritietojen asianmukaisuuden ja ajantasaisuuden varmistamiseksi.⁸⁸ Lain esitöiden mukaisesti yhtiön on edunsaajan määrittelyssä ja rekisteröinnissä nojaututtava kaikkiin sen käytettävissä oleviin tietoihin. Esimerkiksi, jos yhtiö tietää osakassopimuksesta, jossa on sovittu päätösvalan käytöstä nimellisistä äänimääristä poikkeavalla tavalla, tulee tämä huomioida.⁸⁹

Rahanpesudirektiivi edellyttää, että rekisteröitävät tiedot ovat vähintään toimivaltaisten viranomaisten ja rahanpesun selvittelykeskuksen sekä ilmoitusvelvollisten käytettävissä. Lisäksi tietojen tulee olla muiden sellaisten tahojen käytettävissä, joilla on erityinen oikeus direktiivissä tarkoitettuihin edunsaajatietoihin. Direktiivi ei siten edellytä jäsenvaltioiden antavan edunsaajatietoihin laajempaa pääsyä kuin on välttämätöntä rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen torjumiseksi. Direktiivi antaa jäsenvaltioille kuitenkin mahdollisuuden säätää laajemmasta pääsystä tietoihin.⁹⁰ Tietojen rekisteröinti- ja julkistustapaa pohdittiin aikanaan melko laajasti neljännen rahanpesudirektiivin implementointia koskevassa hallituksen esityksessä (228/2016), jonka mukaan velvoitteiden täytäntöönpanossa oli ratkaistava ensinnäkin tapa, jolla varmistetaan tosiasiallisia edunsaajia koskevien tietojen keskitetty rekisteröinti, sekä toiseksi se, sidotaanko tosiasiallisten edunsaajien henkilötietojen käyttö rahanpesulain mukaiseen käyttötarkoitussidonnaisuuteen vai mahdollistetaanko kansallisena ratkaisuna niiden laajempi käyttö. Edunsaajarekisterin ylläpidon osalta tietokannan realistisiksi ylläpitäjävaihtoehtoiksi katsottiin tällöin Verohallinto ja Patentti- ja Rekisterihallitus. Vaihtoehtoisina toteutustapoina harkittiin uuden erillisen tietokannan perustamista sekä hajautettua mallia, jossa edunsaajatietoja olisi hallinnoitu osana perusrekistereitä.⁹¹

Tosiasiallista edunsaajaa koskevat rekisteritiedot ovat nykyisin Suomessa saatavilla Patentti- ja rekisterihallituksen ylläpitämästä rekisteristä asiakirjatilauksena. Tietoja luovutetaan kuitenkin pääasiassa vain sellaisille tahoille, joilla on tiedolle rahanpesulain mukainen käyttötarkoitus. Käytännössä tietoja luovutetaan muun muassa viranomaisille, asiakkaan tuntemisvelvollisuutta noudattaville yrityksille (esim. pankit, vakuutusyhtiöt ja muut finanssilaitokset, kiinteistövälittäjät, tilintarkastajat), median edustajille sekä muille sellaisille tahoille, joilla on tiedoille rahanpesulain mukainen käyttötarkoitus. Rahanpesulain mukainen käyttötarkoitus tarkoittaa, että tietojen avulla pyritään estämään rahanpesua ja terrorismin rahoittamista tai edistämään rahanpesun ja

⁸⁷ Rahanpesudirektiivin 3 artikla kohta 6, alakohta a), osiot i) - ii).

⁸⁸ Rahanpesulaki 6:1–2

⁸⁹ HE 228/2016, s. 62.

⁹⁰ HE 228/2016, s. 55.

⁹¹ HE 228/2016, s. 61–62.

terrorismin rahoittamisen paljastamista. Näin ollen tietoja ei voida pitää täysin julkisina yleisöjulkisuuden edellyttämällä tavalla.

2.4. Tietojen julkisuus ja yksityisyyden suoja

2.4.1. Tietojen julkisuus, tietosuoja ja yksityisyys lainsäädännössä

Hallintarekisteröityjen osakeomistusten julkistamisessa on lähtökohtaisesti kyse hallintaketjun loppupäässä olevan osakkaan tietojen julkistamisesta. Osakkeenomistaja voi olla joko oikeushenkilö tai luonnollinen henkilö ja hallintarekisteröityjen osakeomistusten saattaminen yleisöjulkiseksi toisi näin yleisön tietoon myös ulkomaisten yksityishenkilöiden henkilötietoja. Lisäksi etenkin harmaata taloutta on pyritty ehkäisemään lisäämällä läpinäkyvyyttä nimenomaan yhtiörakenteiden taustalla olevien luonnollisten henkilöiden osalta. Rahanpesun estämiseksi säädetyssä lainsäädännössä tarkoitettu tosiasiallinen edunsaaja aina luonnollinen henkilö, jonka yksityisyyttä ja henkilötietoja suojataan EU:n alueella harmonisoidulla sääntelyllä. Näin ollen tässä selvityksessä on katsottu tarpeelliseksi tarkastella erityisesti tietosuojasääntelyn sekä yksityisyydensuojan vaatimuksia.

Keskeinen osa tietosuojasääntelyä on Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus luonnollisten henkilöiden suojelusta henkilötietojen käsittelyssä sekä näiden tietojen vapaasta liikkuvuudesta ja direktiivin 95/46/EY kumoamisesta ((EU) 2016/679, yleinen tietosuoja-asetus tai TsA). Tietosuojasääntelyä yleisesti on käsitelty esimerkiksi valtiovarainministeriön selvityksessä ”Tiedot suomalaisia hallintarekisteröityjä pörssiosakkeita koskevista kaupoista ja kauppojen osapuolista (VN/16993/2022)”. Kuten edellä mainitussa selvityksessäkin, tietojen julkisuus jaetaan perinteisesti kolmeen osaan: yleisöjulkisuuteen, viranomaisjulkisuuteen ja asianosaisjulkisuuteen. Arvopaperiomistuksen julkisuus on kuitenkin tyypillisesti jaettu viranomaisjulkisuuteen, liikkeeseenlaskijajulkisuuteen ja yleisöjulkisuuteen.⁹²

Yleisöjulkisuudella tarkoitetaan, että jokaisella on oikeus saada tieto viranomaisen asiakirjasta, joka on julkinen. Tästä säädetään tarkemmin viranomaisten toiminnan julkisuudesta annetussa laissa (621/1999, julkisuuslaki).⁹³ Julkisuuslaki on niin sanottu yleislaki, jota sovelletaan siinä tapauksessa, että mikään erityislaki ei sovellu tapaukseen.⁹⁴ Tällainen erityislaki on esimerkiksi verotustietojen julkisuudesta ja salassapidosta annettu laki. Arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetun lain 2 luvun 8 §:n 3 momentin mukaan arvopaperikeskuksen hoitaessa sille tässä laissa säädettyjä tehtäviä, sen toimintaan ei sovelleta julkisuuslakia. Tästä syystä julkisuuslakia ei käsitellä enemmälti tässä selvityksessä, vaan huomio kohdistuu muihin yksityisyyden suoja- ja tietosuoja-asetukseen, Euroopan unionin perusoikeuskirjaan (2000/C 364/01, Perusoikeuskirja) sekä Suomen perustuslain (731/1999, PL tai Perustuslaki) yksityisyyden suoja-asetukseen. Koska suomalaisia koskevan hallintarekisteröintikiellon vuoksi hallintarekisteröidyt osakeomistukset Suomessa ovat ulkomaalaisten omistuksessa, eikä Suomen lainsäädäntöä kyetä tehokkaasti ulottamaan tällaisiin henkilöihin, ei tämän laajempi kansallisen lainsäädännön käsittely ole selvityksen tavoitteen kannalta

⁹² Valtiovarainministeriö 2014, s. 11.

⁹³ Valtiovarainministeriö 2022, s. 4.

⁹⁴ Mäenpää 2013, luku IV.3.

tarkoituksenmukaista. Juridisten keinojen alueellista ulottuvuutta käsitellään tarkemmin jäljempänä luvussa 2.5.

Viranomaisjulkisuudella tarkoitetaan eri viranomaisten oikeutta saada tietoja tai asiakirjoja. Viranomaisilla on lähtökohtaisesti oikeus saada tehtäviensä suorittamista varten tietoa arvopaperien omistajista ja suomalaisten sijoitusten omistuksista sekä Suomessa olevista säilytyksistä.⁹⁵ Arvopaperiomistusten viranomaisjulkisuus liittyy eri viranomaisten toimintaa koskevaan erityislainsäädäntöön ja arvopaperimarkkinatoimijoita koskevaan lainsäädäntöön. Viranomaisilla on lähtökohtainen oikeus saada tehtäviensä suorittamista varten tieto arvopaperin omistajasta. Ulkomaisia arvopaperien omistajia koskevien tietojen saanti tietojenvaihtotarkoituksiin ei aina ole mahdollista, jos tiedonantovelvollinen ja arvopaperimarkkinatoimijat eivät ole Suomessa eivätkä niiden kotivaltion viranomaiset pysty vaatimaan kansallisen lainsäädännön nojalla tietojen toimittamista.⁹⁶ Selvityksen aiheen kannalta myöskään viranomaisjulkisuutta ei käsitellä tässä luvussa tämän enempää, koska viranomaisilla on jo nykyisen arvopaperimarkkinasääntelyn nojalla hyvät edellytykset saada tietoa hallintarekisteröityjen pörssiyhtiöiden osakkeenomistajista. Merkityksellistä selvityksen kannalta ja tietosuojan näkökulmasta on etenkin yleisöjulkisuus, jota tietojen asettaminen saataville julkiseen rekisteriin toteuttaisi.

Osakeomistukset ovat edellisissä luvuissa kuvatulla tavalla Suomessa yleisöjulkisia suomalaisten osakkeenomistajien osalta. Lisäksi omistukset ovat julkisia niiden ulkomaisten osakkeenomistajien osalta, joiden omistukset on rekisteröity suoraan ko. osakkeenomistajille. Ulkomaisten sijoittajien suomalaisten liikkeeseenlaskijoiden osakkeisiin ja osuuksiin kohdistuva omistus on kuitenkin pääosin hallintarekisteröity. Hallintarekisteröity osakkeenomistus tulee tällä hetkellä yleisöjulkiseksi käytännössä hetkellisesti kohdassa 2.1.1 kuvatun tilapäisen osakasluettelon kautta vain silloin, kun omistaja haluaa osallistua yhtiökokoukseen. Lisäksi hallintarekisteröityjen osakeomistusten julkisuus on viranomais- ja liikkeeseenlaskijajulkista, koska hallintarekisteröinnin hoitajalla on AOJSL 4:4.3:n mukaan velvollisuus antaa Finanssivalvonnan pyynnöstä tietoon arvo-osuuksien todellisen omistajan nimi sekä hänen omistamiensa arvo-osuuksien määrä. Jollei tätä tietoa ole, hoitajan on annettava tiedot omistajan puolesta toimivasta asiamiehestä ja asiamiehen kirjallisena antama vakuutus siitä, että arvo-osuuksien todellinen omistaja ei ole suomalainen. Samaiset tiedot on pyynnöstä annettava myös arvo-osuuksien liikkeeseenlaskijalle, minkä lisäksi liikkeeseenlaskijalla on myös SHRD II -direktiivin mukainen kyselyoikeus.

Yksityisyyden suojasta säädetään Suomen perustuslaissa, jonka 10.1 §:n mukaan jokaisen yksityiselämä, kunnia ja kotirauha on turvattu. Henkilötietojen suojasta säädetään tarkemmin erillisellä lailla. Henkilötietojen suojaa koskevat yleissäännökset sisältyvät yleiseen tietosuojasetukseen sekä kansalliseen tietosuojalakiin (1050/2018, TsL tai tietosuojalaki). Tietosuojalaki on kokenut uudistuksen melko hiljattain uudistuneen lain astuessa voimaan vuoden 2019 alusta. TsA sen sijaan tuli sovellettavaksi jäsenvaltioissa vuoden 2018 toukokuussa. TsA:lla suojellaan luonnollisten henkilöiden perusoikeuksia ja vapauksia sekä erityisesti heidän oikeuttaan henkilötietojen suojaan.⁹⁷

⁹⁵ Valtiovarainministeriö 2022, s. 4–5.

⁹⁶ Valtiovarainministeriö 2014, s. 11.

⁹⁷ Valtiovarainministeriö 2022, s. 5.

Omistustietojen julkisuuden voidaan katsoa rajoittavan yksityisyyden suojaan liittyviä perusoikeuksia. Perusoikeuksien rajoitusten tulee olla tarpeellisia tai jopa välttämättömiä määritellyn tavoitteen saavuttamiseksi. Sen lisäksi niiden olisi täytettävä suhteellisuusvaatimus.⁹⁸ Yksityisyyden suojan ja läpinäkyvyyden välistä ongelmaa on omistusten yleisöjulkisuuden osalta pohdittu muun muassa osakeyhtiölain esitöissä. Esimerkiksi uuden osakeyhtiölain valmistelun yhteydessä osakeyhtiölakityöryhmä totesi mietinnössään, että on vaikeaa löytää tarvetta siihen, että edes julkisen kaupankäynnin kohteena olevien yhtiöiden omistajatietojen tulisi olla rajoittamattomasti yleisön saatavilla. Tätä näkökulmaa työryhmä perusteli muun muassa jo olemassa olevien menettelyiden, kuten liputusvelvollisuuden, riittävydellä.⁹⁹ Päinvastaisiakin näkökulmia on esitetty esimerkiksi eduskunnan talousvaliokunnan toimesta. Talousvaliokunta totesi mietinnössään pitävänsä uuden osakeyhtiölain julkisuuslähtökohtaa oikeana ja että yksityisten osakeyhtiöiden omistajatietojen julkisuuden rajoittaminen on ongelmallista muun muassa siksi, että yhtiön yhteiskunnallinen merkitys voi olla huomattava ja omistajarakenne julkisuutta puoltava. Omistuksen julkisuus palvelee osaltaan myös yritystoiminnan laillisuusvalvontaa.¹⁰⁰

Marjosola on laatimassaan selvityksessä nostanut esiin julkisuutta lisäävän kansallisen kyselyjärjestelmän perustamiseen ja tämän yksityisyyden suojaa rajoittavaan vaikutukseen liittyviä ongelmia. Ongelmat kulminoituvat siihen, että SHRD II-direktiiviä on sovellettava Euroopan unionin perusoikeuskirjassa vahvistettua yksityisyyden suojaa noudattaen ja henkilötietojen käsittely jossain muussa kuin siinä tarkoituksessa, johon kyseiset tiedot on alun perin kerätty, on toteutettava TsA:n mukaisesti. Mikäli yhtiöt velvoitettaisiin julkistamaan saadut osakastiedot yleisölle, tulisi tällöin myös pystyä osoittamaan kyseisen toimenpiteen tarpeellisuus sekä oikeasuhtaisuus verrattuna kansallisessa lainsäädännössä määriteltyihin oikeutettuihin tavoitteisiin. Tällaiset kysymykset ovat erityisen ongelmallisia ulkomaisten osakkeenomistajien osalta, joihin hallintarekisteröityjen osakkeiden omistuksien saataville asettaminen julkiseen rekisteriin kohdistuisi.¹⁰¹ Pohdittaessa yksityisyyden suojaan liittyviä rajoitteita on kuitenkin hyvä muistaa, että suomalaisten osakkeenomistajien omistus on jo lähtökohtaisesti yleisöjulkista. Näin ollen osakkeenomistajat eivät ole yleisöjulkisuuden osalta yhdenvertaisessa asemassa. Yksityisyyden suojaa korostavien juridisten elementtien ohella esimerkiksi taloudelliset seikat voivat kuitenkin puoltaa julkisuuden rajoittamista. Lisäksi APK-asetuksen ja etenkin ns. Lex Finlandia -poikkeuksen (käsitelty jäljempänä muun muassa kohdassa 2.5.2) valossa vaikuttaa siltä, että yhdenvertaisuutta tulisi lisätä pikemminkin sallimalla hallintarekisteröinti myös suomalaisille osakkeenomistajille kuin laajentamalla hallintarekisteröintikieltoa.

2.4.2. Tietosuojasääntelyn asettamista rajoitteista

TsA:n 5 (1) artiklassa säädetään henkilötietojen käsittelyä koskevista periaatteista, joita tulee soveltaa kaikessa henkilötietojen käsittelyssä. Henkilötietoja ovat TsA:n 4 artiklan mukaisesti kaikki tunnistettuun tai tunnistettavissa olevaan luonnolliseen henkilöön liittyvät tiedot. Tunnistettavissa olevana puolestaan pidetään luonnollista henkilöä, joka voidaan

⁹⁸ Marjosola 2018, s. 35. Lisäksi perusoikeuksien rajoituksista ks. esim. Hallberg ym. 2011, luku III.8.

⁹⁹ Osakeyhtiölakityöryhmän mietintö 2003:4, s. 48–49.

¹⁰⁰ Ks. Talousvaliokunnan mietintö 7/2006, jossa se piti 1978 OYL:ssa omaksuttua linjaa parempana vedoten yksityisten osakeyhtiöiden omistajatietojen julkisuuden rajoittamisesta seuraaviin ongelmallisuuksiin.

¹⁰¹ Marjosola 2018, s. 48.

suoraan tai epäsuorasti tunnistaa erityisesti tunnistetietojen, kuten nimen, henkilötunnuksen, sijaintitiedon, verkkotunnistietojen taikka yhden tai useamman hänelle tunnusomaisen fysiologisen, fyysisen, geneettisen, psyykkisen, taloudellisen, kulttuurillisen tai sosiaalisen tekijän perusteella. Tiedot osakeomistuksista ovat tällaisia TsA:n tarkoittamia henkilötietoja.¹⁰²

TsA:n 5 (1) artiklan mukaan henkilötietoja on käsiteltävä lainmukaisesti, asianmukaisesti ja rekisteröidyn kannalta läpinäkyvästi. Lisäksi henkilötietojen on oltava täsmällisiä ja tarvittaessa päivitettyjä ja niiden osalta on toteutettava kaikki mahdolliset kohtuulliset toimenpiteet sen varmistamiseksi, että käsittelyn tarkoituksiin nähden epätarkat ja virheelliset henkilötiedot poistetaan tai oikaistaan viipymättä. Näin ollen henkilötietojen käyttöä koskevat lainmukaisuuden, kohtuullisuuden ja läpinäkyvyyden vaatimukset sekä itse tietoa täsmällisyysvaatimus, jonka mukaisesti kerättyjen tietojen tulee olla ajantasaisia ja virheettömiä.¹⁰³ Tietosuoja-asetuksen mukaisella läpinäkyvyyden periaatteella viitataan rekisteröidyn itsensä toteuttamaan tietojen tarkastusoikeuteen ja siihen, että rekisteröity saa selon siitä, mitä häntä koskevia henkilötietoja käsitellään. Läpinäkyvyys ei siis tarkoita julkisuutta tai avoimuutta kolmansiiin nähden.

Edellä kuvattujen vaatimusten lisäksi henkilötietojen käyttöä ja keräämistä koskee niin sanottu käyttötarkoitussidonnaisuuden vaatimus. Tämä vaatimus on ilmaistu niin ikään TsA:n 5 artiklan 1 kohdassa, jonka mukaan henkilötiedot on kerättävä tiettyä, nimenomaista ja laillista tarkoitusta varten, eikä niitä saa käsitellä myöhemmin näiden tarkoitusten kanssa yhteensopimattomalla tavalla. Kyseisen artiklan mukaan myöhempää käsittelyä yleisen edun mukaisia arkistointitarkoituksia taikka tieteellisiä tai historiallisia tutkimustarkoituksia tai tilastollisia tarkoituksia varten 89 artiklan 1 kohdan mukaisesti ei kuitenkaan katsota yhteensopimattomaksi alkuperäisten tarkoitusten kanssa. Läpinäkyvyyttä lisäävien lainsäädäntöhankkeiden yhteydessä tulee siis erityisesti pohtia sitä, voidaanko tiettyä tarkoitusta varten säädettyä tietojen keräämistä (esimerkiksi SHRD II -kyselyoikeus, jonka tarkoituksena on ensisijaisesti parantaa osakkeenomistajien vaikutusmahdollisuuksia) soveltaa yleisöjulkisuuden lisäämiseksi toteutettaviin toimenpiteisiin.

Mikäli peilataan edellä kuvattuja vaatimuksia esimerkiksi SHRD II -direktiivin mukaisella kyselyoikeudella toteutettavaan tietojen keräämiseen, voidaan havaita kaksi merkittävää ongelmaa. Ensimmäinen näistä on säilytysketjusta toimitettujen omistajatietojen luotettavuus ja ajantasaisuus ja edellä kuvatun täsmällisyysvaatimuksen täytyminen. Koska säilyttäjä voi mennä useita päiviä omistajan selvittämisessä ja tietojen lähettämisessä eteenpäin ketjussa, on todellinen omistaja voinut jo muuttua tänä aikana. Tällöin saatu tieto ei ole oikea eikä ajantasainen. Jos tietojen täsmällisyydestä ja ajantasaisuudesta ei voida varmistua riittävällä tavalla, eivät TsA:n perusperiaatteiden määrittämät edellytykset täyty. Perusedellytysten jäädessä täyttymättä tulisi menettely katsoa lähtökohtaisesti TsA:n vastaiseksi. Toisaalta direktiiviin tarkoitetaan on nimensä mukaisesti ja kohdassa 2.1.3 selostetulla tavalla parantaa osakkeenomistajien vaikutusmahdollisuuksia. Näin ollen kyselyoikeuden kautta kerättyjen osakkeenomistajien

¹⁰² Voutilainen 2019, s. 41.

¹⁰³ Voutilainen 2019, s. 132.

henkilötietojen käyttäminen muuhun tarkoitukseen on TsA:n säännösten valossa kyseenalaista edellä kohdassa 2.4.1 kuvatulla tavalla.

Tietosuojasääntelyn ja luonnollisen henkilön yksityisyyden suojan muodostamiin tietojen julkistamista koskeviin rajoitteisiin voidaan katsoa myös kuuluvan oikeus päättää itseään koskevien tietojen käytöstä. Yksilöllä on lähtökohtaisesti oikeus järjestää yksityiselämänsä ilman ulkopuolisten tahojen perusteetonta puuttumista. Perusteettomaksi puuttumiseksi on katsottu vaikuttaminen kansalaisen päätöksentekoon taloudellisissa tai yhteiskunnallisissa kysymyksissä.¹⁰⁴ Euroopan unionin tuomioistuin (EUT) on yhdistetyissä asioissa C-37/20 ja C-601/20 22 päivänä marraskuuta 2022 annetuissa ratkaisussa käsitellyt sitä, kuinka osakeomistusten yleisöjulkisuus voisi aiheuttaa tällaista perusteetonta puuttumista tai vaikuttamista kansalaisten päätöksentekoon.

Tuomioistuimen suuressa jaostossa tehdyssä ratkaisussa¹⁰⁵ otettiin kantaa suuren yleisön oikeuteen tutustua tosiasiallisia omistajia ja edunsaajia koskeviin tietoihin ottaen huomioon asianosaisten omistajien ja edunsaajien henkilötietojen suoja. Oikeus totesi, että pääsy kyseisiin tietoihin puuttuu Perusoikeuskirjan 7 ja 8 artiklan mukaiseen yksityisyyden- ja henkilötietojen suojaan. Perusoikeuskirjan 7 artiklassa taataan jokaiselle oikeus siihen, että hänen yksityis- ja perhe-elämänsä, kotiaan sekä viestejään kunnioitetaan, kun taas perusoikeuskirjan 8 artiklan 1 kohdassa annetaan nimenomaisesti jokaiselle oikeus henkilötietojensa suojaan. Oikeus totesi, että siltä osin kuin suuren yleisön saataville saatetut tiedot liittyvät tosiasiallisen omistajan ja edunsaajan henkilöllisyyteen sekä hänellä yhtiöissä tai muissa oikeushenkilöissä olevien tosiasiallisten intressien luonteeseen ja laajuuteen, niiden avulla voidaan laatia kansallisessa oikeudessa säädetystä riippuen enemmän tai vähemmän laaja profiili tietyistä tunnistamisen mahdollistavista henkilötiedoista, asianomaisen henkilön varallisuustilanteesta sekä niistä taloudellisista aloista, maista ja nimenomaisista yrityksistä, joihin tosiasiallinen omistaja ja edunsaaja on investoinut.¹⁰⁶ Näiden tietojen saattamiselle suuren yleisön saataviin on ominaista se, että tiedot ovat tällöin mahdollisesti rajoittamattoman henkilömäärän käytävissä.¹⁰⁷ Seurauksia, joita rekisteröidylle voi aiheutua heidän henkilötietojensa mahdollisesta väärinkäytöstä, pahentaa se, että kun nämä tiedot on kerran saatettu suuren yleisön saataville, niihin voidaan tutustua vapaasti ja niitä voidaan myös säilyttää ja levittää. Tällaisten toistuvien käsittelyjen tapauksessa kyseessä olevien henkilöiden on vieläkin vaikeampaa tai jopa hyödytöntä puolustautua tehokkaasti väärinkäytöksiä vastaan. Tuomioistuin totesi, että rahoitusjärjestelmän käytön estämisestä rahanpesuun tai terrorismin rahoitukseen annetun direktiivin (EU) 2015/849 ja direktiivien 2009/138/EY ja 2013/36/EU muuttamisesta 30.5.2018 annettu Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EU) 2018/843 ovat pätemättömiä siltä osin kuin niissä säädetään, että jäsenvaltioiden alueelle perustettujen yhtiöiden ja muiden oikeushenkilöiden tosiasiallisia omistajia ja edunsaajia koskevat tiedot ovat kaikissa tapauksissa suuren yleisön saatavilla.

¹⁰⁴ Korhonen 2003, s. 75.

¹⁰⁵ Euroopan unionin tuomioistuimen verkkosivut, esittely, kokoonpano, https://curia.europa.eu/jcms/jcms/Jo2_7024/fi/.

"15 tuomarista koostuva suuri jaosto kokoontuu, jos oikeudenkäynnissä asianosaisena oleva jäsenvaltio tai unionin toimielin sitä pyytää tai jos kyse on erityisen monimutkaisesta tai tärkeästä asiasta."

¹⁰⁶ WM ja Sovim SA v. Luxembourg Business Registers, kohta 41.

¹⁰⁷ WM ja Sovim SA v. Luxembourg Business Registers, kohta 42.

Kyseisen tapauksen perusteella näyttäisi siis siltä, että Euroopan perusoikeuskirjan 7 ja 8 artiklat suhtautuvat kriittisesti ajatukseen, jossa hallintarekisteröityjen osakkeiden omistajien tiedot siirrettäisiin täysin julkiseen rekisteriin. Ongelmia voisi taten EU-oikeudellisen sääntelyn osalta muodostua niin yksityisyyden suojan kuin henkilötietojen suojan kannalta. Hallintarekisteröityjen osakeomistusten muuttaminen julkiseksi tarkoittaisi nykylainsäädännön valossa sellaisen tiedon yleisöjulkiseksi saattamista, joka tällä hetkellä on ainoastaan tietyissä tilanteissa viranomaisjulkista.

Arvioidessaan rajoittaako jokin toimi EU:n turvaamia perusvapauksia, käyttää EUT tämän arvioimiseen niin sanottua Gebhard-testiä. Oikeuskäytännössä on tunnistettu neljä edellytystä, joiden on täyttyvä, jos pannaan toimeen sellainen kansallinen toimenpide, joka voisi haitata perustamissopimuksessa taattujen perusvapauksien käyttämistä tai tehdä näiden vapauksien käyttämisestä vähemmän houkuttelevaa. Näiden edellytysten mukaan huomiota tulee kiinnittää siihen, onko kansallinen toimenpide syrjivä, perusteltavissa yleiseen etuun liittyvillä pakottavilla syillä, soveltuva ja tehokas ja oikeasuhtainen. Näitä samoja edellytyksiä voidaan soveltaa sen arviointiin, kuinka julkisen rekisterin perustaminen sopisi EU:n perusperiaatteisiin.¹⁰⁸

Julkisen rekisterin perustaminen edellyttää punnintaa eri oikeushyvien välillä. Toisella laidalla ovat kansallisen lainsäädännön ja etenkin EU-lainsäädännön yksityisyyden suojaa ja henkilötietojen käsittelyä koskevat oikeushyvät. Toisaalta taas julkinen rekisteri toteuttaisi etenkin kansallisessa oikeudessa keskeistä julkisuusperiaatetta ja läpinäkyvyysvaatimusta, joilla on uskottu olevan vaikutusta myös terrorismin ja rahanpesun estämisen kaltaisiin asioihin. Avoimuutta ja sen lisäämisen tuomia etuja on käsitelty myös EU-lainsäädännössä, esimerkiksi avoimuusdirektiivissä.¹⁰⁹ Julkisen rekisterin perustamisessa tulee kiinnittää erityisesti huomiota yleiseen tietosuojasetukseen ja sen yksityisyyden suojaa koskevaan sääntelyyn. Myös oikeuskäytäntö on tässä suhteessa oleellisessa asemassa.

Kansallinen tietosuojavaltuutettu on ottanut kantaa yleisöjulkisuuteen mainittujen perusoikeuksien rajoituksena muun muassa APK-asetuksen kansallista implementointia koskevassa lausunnossaan. Kannanoton mukaan henkilötietojen suojaa rajoitettaessa on suhteellisuusvaatimuksen mukaisesti lähdettävä siitä, että rajoitukset ovat välttämättömiä hyväksyttävän tarkoituksen toteuttamiseksi. Tämä edellyttää sitä, että rajoituksen avulla voidaan ylipäänsä saavuttaa toivottu tavoite.¹¹⁰ Lisäksi myös Euroopan Tietosuojaviranomainen on ottanut kantaa omistustietojen julkisuutta koskevaan kysymykseen. Tietosuojaviranomaisen SHRD II-direktiiviin liittyvässä kannanotossa¹¹¹ on nimenomaisesti todettu, että liikkeeseenlaskijoiden oikeus osakkeenomistajiensa tunnistamiseen voi vaikuttaa merkittävästi sijoittajien yksityisyyteen. Tietosuojaviranomainen on pitänyt positiivisena seikkana sitä, että direktiivi sisältää tietojen laatua, säilytysaikaa ja käyttöä koskevia rajoituksia. Lisäksi viranomaisen on

¹⁰⁸ Marjosola 2018, s. 31–32 ja Marjosola 2020, s. 409.

¹⁰⁹ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2013/50/EU.

¹¹⁰ Tietosuojavaltuutetun lausunto suomalaisten osakeomistuksen yleisöjulkisuudesta, 2.11.2015, s. 2.

¹¹¹ Opinion of the European Data Protection Supervisor on the Commission Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement, Brussels, 28 October 2014.

suhtautunut myönteisesti siihen, ettei direktiivissä jäsenvaltioille ole asetettu velvollisuutta keskitetyn tietojärjestelmän tai rekisterin luomiselle, vaan että kyselyoikeus perustuu säilyttäjien velvollisuuteen toimittaa tietoja liikkeeseenlaskijalle.¹¹² Tästä voidaan päätellä, että Euroopan tietosuojaviranomaisen suhtautuminen tietojen yleisöjulkisuuteen ja erityisesti julkiseen rekisteriin on jossain määrin kielteinen.

Pohdittaessa mahdollisia tarvittavia lainsäädäntömuutoksia, on syytä nostaa esiin myös informaatio-oikeuden punnintaintressit, jotka on otettava huomioon lainsäädäntöä valmisteltaessa. Näistä keskeisimpinä voidaan todeta tietojen laadun intressi, tietoihin pääsyn intressi, yhteiskunnan valvonnan intressi sekä etenkin yksityiselämän suojan intressi.¹¹³

Lopulta huomiota on kiinnitettävä siihen, että vaikka tieto tai asiakirja olisi julkinen, tämä ei automaattisesti tarkoita, että se voidaan sallitusti julkaista julkisessa rekisterissä tai että eri lähteistä saatavaa tietoa voidaan tietosuojasääntelyn puitteissa kerätä yhteen rekisteriin. Tietosuojasääntelyn tarkoituksena on toteuttaa niin yksityiselämän suojaa kuin muitakin yksityisyyden suojaa turvaavia perusoikeuksia henkilötietoja käsiteltäessä. Näin ollen rekisterinpitäjän ja tietoja mahdollisesti käsittelevien tahojen tulee varmistaa, että niillä on henkilötietojen keräämiselle ja käsittelylle laillinen peruste, ja noudattaa henkilötietojen käsittelyssä ja suojauksessa kyseistä sääntelyä. Lisäksi tarkoituksena on edistää hyvän tietojenkäsittelytavan kehittämistä ja noudattamista. EU:n yleinen tietosuoja-asetus on määrittänyt kaikkiin jäsenmaihiin yhteisen lainsäädännöllisen kehyksen henkilötietojen käsittelylle. Asetuksena se on lisäksi sellaisenaan voimassa olevaa oikeutta kaikissa jäsenmaissa eikä kansallinen lainsäädäntö voi näin ollen olla ristiriidassa sen kanssa.¹¹⁴

Kaiken kaikkiaan TsA on tuonut paljon yksityiskohtaista ja etenkin teknistä sääntelyä yksityisyyden suojaa ja henkilötietojen käsittelyä koskien, mutta näitä ei ole tarkoituksenmukaista käsitellä enempää tässä yhteydessä. Sääntely on kuitenkin tärkeää huomioida selvityksen vaatiman juridisen viitekehyksen määrittelyssä ja mahdollisen julkisen rekisterin perustamisen vaikutusten arvioinnissa. Yhteenvetona voidaan todeta, että julkiseen rekisteriin tulisi yksityisyyden suojan näkökulmasta suhtautua lähtökohtaisesti kriittisesti. Tietojen julkisuuden ja läpinäkyvyyden lisäämisen tulisi olla tarkkaan perusteltua ja julkisuuden edistämiseksi toteutettavien toimenpiteiden tulisi todellisuudessa johtaa tavoitteeseen, esimerkiksi väärinkäytösten vähenemiseen. Erityisen kriittisesti tulisi suhtautua sellaisen järjestelmän perustamiseen, jossa yksityishenkilöiden tiedot ovat vapaasti kenen tahansa saatavilla ja tietoja voidaan monistaa, levittää ja tallentaa vapaasti.

2.5. Juridisten keinojen alueellinen ulottuvuus

2.5.1. Yleistä

Koska omistusten hallintarekisteröinti on tällä hetkellä mahdollista ainoastaan ulkomaalaisille sijoittajille, tulee juridista sääntelykehikkoa määriteltäessä huomioida myös valtioiden suvereniteettiin ja lainvalintaan liittyvät kysymykset. Marjosola on tuonut vuonna 2012 julkaistussa artikkelissaan esiin, kuinka moniportaisiin säilytysketjuihin liittyy vaikeita

¹¹² Opinion of the European Data Protection Supervisor, 28 October 2014, s. 3-4.

¹¹³ Voutilainen 2019, s. 52–53.

¹¹⁴ Korpisaari (toim.) 2016, s. 4.

oikeudellisia ongelmia, joista yksi tunnetuimmista koskee lainvalintaa. Vuonna 2006 valmistuneen Haagin lainvalintakonvention mukaan lainvalinta määräytyy säilytyssovitimuksessa tehdyn lainvalinnan perusteella. EU:ssa tätä lähtökohtaa ei ole kuitenkaan hyväksytty, vaan erinäisissä direktiiveissä on noudatettu tilin sijaintipaikan periaatetta. Arvo-osuusjärjestelmän Suomessa sijaitsevien omaisuudenhoitotilien osalta sovelletaan Suomen lakia, kun taas ulkomailla pidettäviin ulkomaisen omaisuudenhoitajan asiakastileihin sovelletaan kyseisen omaisuudenhoitajan maan lakia.¹¹⁵ Suomen oikeusjärjestyksessä arvo-osuusjärjestelmän osalta omaksuttu läpinäkyvyyden periaate ei siis sovellu toisessa valtiossa, josta suomalaisessa arvopaperikeskuksessa olevan hallintarekisteröidyn tilin arvopaperien omistaja on kotoisin. Olettaen, että kyseinen omistaja sijaitsee Euroopassa, sovellettavaksi tulevat kuitenkin tällöin EU-lainsäädäntö, eli etenkin TsA ja Perusoikeuskirja. Kuten edellä kappaleessa 2.4.1 on käsitelty, Euroopan perusoikeuskirjan säädökset koskien yksityisyyden suojaa ja henkilötietojen suojaa eivät lähtökohtaisesti suhtaudu myönteisesti ajatukseen siitä, että omistajatiedot asetettaisiin saataville julkiseen rekisteriin.

On olennaista huomioida myös, ettei suomalainen lainsäädäntö voi suoraan velvoittaa ulkomaalaista arvopaperikeskusta tai sellaisia ulkomaisia tilinhoitajia, joilla ei ole toimintaa Suomessa.¹¹⁶ APK-asetuksen mukaisesti suomalainen yhtiö voi käyttää liikkeeseenlaskussa myös toisen valtion arvopaperikeskusta. Kotimainen lainsäädäntö voidaan ulottaa Suomessa rekisteröityyn yhtiöön ja liikkeeseenlaskijan EU-oikeuteen perustuva kyselyoikeus huomioiden voitaneen todeta, ettei liikkeeseenlaskijalle asetettu julkaisu tai rekisteröintivelvoite olisi tältä osin ristiriidassa EU-sääntelyn kanssa. Liikkeeseenlaskijan ohella kotimaisella lainsäädännöllä voidaan tehokkaasti määrätä Suomessa toimintaa harjoittavien arvopaperikeskusten ja tilinhoitajien toiminnasta.

2.5.2. Kansallisen oikeuden ja EU-oikeuden suhde

EU-oikeuden etusijaperiaatteen mukaisesti EU-oikeudella on etusija kaikkeen kansalliseen oikeuteen nähden. Ristiriitatilanteessa se tulee näin ollen sovellettavaksi ennen kansallista lainsäädäntöä.¹¹⁷ Etusijaperiaate ja muut EU-oikeuden periaatteet, kuten tulkintavaikutus ja suora sovellettavuus, edistävät samaan aikaan sekä EU-oikeuden että yksityisten EU-oikeuteen perustuvien oikeuksien tehokasta toteutumista jäsenvaltioissa.¹¹⁸ Etusijaperiaate on Ojaseen mukaan EU-oikeusjärjestyksen perustuslaillisen normiaineksen ytimessä, sillä se liittyy läheisesti sellaisiin unionin ja jäsenvaltioiden välisen suhteen perimmäisiin kysymyksiin kuin unionin ja jäsenvaltioiden välinen toimivallanjako sekä jäsenvaltioiden täysivaltaisuus (suvereniteetti).¹¹⁹ Edellä mainittu tulkintavaikutus on kuitenkin ensisijainen soveltamistapa, jolla tarkoitetaan sitä, että vasta, jos tällaista EU-oikeuden ja kansallisen oikeuden välistä prima facie -jännitettä ei voida purkaa, on kansallisella tuomioistuimella tai muulla lainsoveltajalla velvollisuus antaa etusija EU-oikeudelle ristiriitaiseen kansalliseen oikeussääntöön nähden.¹²⁰ Suoralla sovellettavuudella viitataan puolestaan EU-asetuksiin, jotka soveltuvat

¹¹⁵ Marjosola 2012, s. 308–309.

¹¹⁶ Oikeustoimittajat ry:n lausunto Valtiovarainministeriölle työryhmän esityksestä VM 033:00/2014, s. 2.

¹¹⁷ Ojanen 2016, s. 87.

¹¹⁸ Ojanen 2016, s. 69.

¹¹⁹ Ojanen 2016, s. 70.

¹²⁰ Ojanen 2016, s. 71.

sellaisenaan kaikissa jäsenvaltioissa.¹²¹ Aiheen kannalta merkittävä APK-asetus on esimerkiksi tällainen. Suoraan soveltuviin asetuksiin osalta jäsenvaltioilla ei ole lainkaan omaa harkintavaltaa säädettyjen oikeussääntöjen soveltamisen suhteen.

Aiemmin rahoitusmarkkinoita koskevat säännökset ovat olleet pääsääntöisesti Euroopan parlamentin ja neuvoston antamia direktiivejä sekä näitä tukevia täytäntöönpanoasetuksia. Uudemman sääntelyn myötä rahoitusmarkkinoita koskevan lainsäädännön täysharminisointi on kuitenkin lisääntynyt ja Euroopan Unionin sisällä on kohtuullisen nopeastikin siirrytty korvaamaan direktiivejä suoraan sovellettavilla asetuksilla. Tämä normihierarkkisen sääntelyvälineen muutos heijastuu luonnollisesti jäsenvaltioiden mahdollisuuteen vaikuttaa säännösten kansalliseen täytäntöönpanoon. Tämä puolestaan lopulta johtaa siihen, että suuri osa sääntelystä on täysharmonisoitua tiettyjen kysymysten kuitenkin jäädessä avoimeksi. Näin ollen sääntelyn yhdenmukaistamiseen ja täysharmonisointiin EU:n jäsenvaltioiden kesken on entistä enemmän painetta.¹²²

EU-säännösten soveltamisessa ja tulkinnassa korostuu myös tavoitteellisen eli teleologisen tulkintametodin painoarvo. Tällä tarkoitetaan sitä, että tulkittaessa yksittäistä EU-säännöstä, täytyy ottaa huomioon säännöksen tavoitteet ja pyrkiä muodostamaan niiden pohjalta ratkaisu, joka edistäisi parhaiten kyseisen EU-säännöksen ja yksittäisten normien tavoitteita ja niiden toteutumista.

On huomattava, että Suomessa tällä hetkellä käytössä olevassa suoran omistuksen järjestelmässäkin on ongelmia EU-oikeuden ja etenkin edellä kappaleessa 2.1.5 käsitellyn APK-asetuksen 38 artiklan kanssa. Tällainen ongelma syntyy esimerkiksi, jos suomalainen yhtiö päättää laskea osakkeitaan liikkeeseen toisen jäsenvaltion arvopaperikeskuksessa, jolloin osakasluettelo ei välttämättä olisi enää julkisesti saatavilla.¹²³ Viranomaisten tiedonsaanti on tällaisessa tilanteessa turvattu erillisellä säännöksellä, jonka mukaan suomalaisen yhtiön on, käyttäessään oikeuttaan valita ulkomainen arvopaperikeskus, tehtävä erillinen sopimus osakkeiden tai osuuksien omistajia koskevien tietojen luovutuksesta viranomaisille (AOJSL 6:2). OYL 3:15.2:n mukaan vaadittavia tietoja ovat osakkeenomistajan tai hallintarekisteröinnin hoitajan nimi, henkilötunnus taikka muu yksilöintitunnus, yhteys-, maksu- ja verotustiedot, osakkeiden lukumäärä osakelajeittain sekä se arvopaperikeskuksen osapuoli, jonka hoidossa olevalle arvo-osuustilille osakkeet on kirjattu.¹²⁴

APK-asetus asettaa tiettyjä asiakaserottelua koskevia vaatimuksia. Artiklan mukaan arvopaperikeskusten tulee tarjota asiakkailleen sekä yhteisasiakaserottelua että yksilöllistä asiakaserottelua, eli tilejä, joille on kirjattu vain yhden asiakkaan arvopapereita. Asiakkaalla tulee myös olla mahdollista valita yhteiserottelun ja yksilöllisen asiakaserottelun välillä.¹²⁵ Näinhän ei Suomessa tällä hetkellä ole, ja tämä johtuu niin sanotusta ”Suomi-poikkeuksesta” (”Lex Finlandia”). Arvopaperikeskuksen ja sen osallistujien on tarjottava yksilöllistä asiakaserottelua sellaisen jäsenvaltion kansalaisille

¹²¹ Ojanen 2016, s. 73.

¹²² Valtiovarainministeriö 2014, s. 11.

¹²³ Marjosola 2018, s. 26.

¹²⁴ Marjosola 2018, s. 26.

¹²⁵ Marjosola 2018, s. 26.

ja asukkaille ja siihen sijoittautuneille oikeushenkilöille, jossa tätä edellytetään sen jäsenvaltion kansallisen lainsäädännön mukaisesti, jonka nojalla arvopaperit on luotu, sellaisena kuin se on voimassa 17 päivänä syyskuuta 2014. Tätä velvoitetta sovelletaan niin pitkään kuin kansallista lainsäädäntöä ei ole muutettu tai kumottu ja sen tavoitteet ovat edelleen voimassa (38 artiklan 5 kohdan toinen alakohta).¹²⁶ Suomessa oli juuri asetuksen säätämisen aikaan voimassa kyseiset kriteerit täyttävää lainsäädäntöä ja siispä Suomen ei tästä syystä tarvitse noudattaa asetuksen asettamia vaatimuksia, vaan se voi ylläpitää puhtaasti kotimaista hallintarekisteröintikieltoa.¹²⁷ EU:n neuvoston oikeuspalvelu on pitänyt kyseistä poikkeusta täytäntöönpanokelvottomana, syrjivänä sekä EU:n perussopimusten vastaisena.¹²⁸

Hallituksen esityksessä on kuitenkin omaksuttu myös eduskunnan talousvaliokunnan hyväksymä tulkinta, jonka mukaan APK-asetus ei pakota tarjoamaan muissa jäsenvaltioissa suoran omistuksen järjestelmää, vaan yksilöllisen asiakaserottelun tarkempi sisältö riippuu kunkin jäsenvaltion kansallisesta lainsäädännöstä.¹²⁹ Valtiovarainministeriön julkaisemassa Marjosolan laatimassa selvityksessä on todettu kuitenkin, että muilta osin hallintarekisteröintikieltoa on arvioitava rajoituksena EU:n perusperiaatteeseen, palveluiden vapaaseen liikkuvuuteen.¹³⁰ Kyseinen asetus asettaa näin ollen rajoituksen säätää mitään uutta lainsäädäntöä, joka olisi ristiriidassa asetuksen tavoitteiden kanssa. Mikäli tiedot hallintarekisteröidyistä omistuksista haluttaisiin asettaa saataville julkiseen rekisteriin, tulisi EU-oikeuden näkökulmasta erityisesti arvioida olisiko tämä vastoin APK-asetuksen tavoitteita asettaen näin ollen rajoitteen palveluiden vapaaseen liikkuvuuteen. Esimerkiksi verovalvonta on EU-tuomioistuimen oikeuskäytännössä selvästi todettu sellaiseksi yleistä etua koskevaksi pakottavaksi syyksi, jolla EU:n perusvapauksia voidaan tietyin edellytyksin rajoittaa.¹³¹ Julkisen rekisterin perustamista ei voisi kuitenkaan perustella verovalvontaan liittyvillä argumenteilla, koska nämä tiedot viranomaisella on tälläkin hetkellä mahdollista saada tarvittavalla tavalla.

2.6. EU:n sääntelykehitys, teknologia ja digitalisaatio

Kehittyvä kaupankäyntiteknologia ja uudenlaiset sijoituskohteet, kuten kryptovaluutat ja tokenoidut omaisuus-erät ja -elementit haastavat perinteisiä arvopaperimarkkinoita ja luovat lainsäätäjälle sääntelypainetta. Digitalisaation edistäminen ja teknologisten innovaatioiden tukeminen ovat EU:n keskeisiä tavoitteita myös rahoitusmarkkinoiden sääntelykehityksessä. Sääntelytoimilla pyritään varmistamaan se, ettei sääntely ole esteenä uusille innovaatioille ja teknologiselle kehitykselle – samalla kuitenkin huolehtien asianmukaisesta kuluttajan- ja sijoittajansuojasta sekä kryptovarojen oikeusvarmuudesta ja rahoitusvakaudesta.¹³²

Euroopan Unionin komissio esitteli digitaalisen rahoituksen paketin 24. syyskuuta 2020. Pakettiin kuuluu muun muassa asetus digitaalisesta häiriönsietokyvystä (Digital Operational Resilience Act, ”DORA”), asetus kryptovaluuttojen markkinoista (Markets in Crypto-Assets Regulation, ”MiCA”) ja

¹²⁶ Marjosola 2018, s. 26–27.

¹²⁷ Marjosola 2018, s. 27.

¹²⁸ Coreperin pöytäkirja 7030/14, Bryssel 14.3.2014, s. 13. EU Neuvoston oikeuspalvelun kanta vaikuttaa saaneen vahvistusta edellä selostetussa Euroopan unionin tuomioistuimen yhdistetyissä asioissa C-37/20 ja C-601/20 22 päivänä marraskuuta 2022 annetuissa ratkaisussa.

¹²⁹ Marjosola 2018, s. 28.

¹³⁰ Marjosola 2018, s. 31.

¹³¹ Marjosola 2018, s. 38.

¹³² HE 278/2022, s. 3.

asetus hajautetun tilikirjan teknologiaan perustuvien markkinainfrastruktuurien pilottijärjestelmästä ("Pilot Regime for Market Infrastructures based on Distributed Ledger Technology, "DLT Pilot Act"). Näistä kaksi viimeisintä ovat tutkimuskysymyksen kannalta merkittävimmät. Asetukset ovat suoraan sovellettavaa oikeutta. EU:n hajautetun tilikirjan teknologiaan perustuvien markkinainfrastruktuurien pilottijärjestelmää koskevan asetuksen perusteella muutettiin kansallista sijoituspalvelulakia, arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annettua lakia, kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annettua lakia, Finanssivalvonnasta annettua lakia ja Finanssivalvonnan valvontamaksusta annettua lakia.¹³³ MiCa tuli voimaan kesäkuussa 2023 ja EU:n jäsenvaltioiden on tehtävä kansalliset implementointitoimenpiteet 18 kuukauden sisällä voimaantulosta.

Arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetun lain mukaan DLT-pohjaisella selvitysjärjestelmällä tarkoitetaan selvitysjärjestelmää, jolla toimitetaan hajautetun tilikirjan teknologiaan pohjautuvilla rahoitusvälineillä toteutettuja liiketoimia maksua tai luovutusta vastaan ja joka mahdollistaa DLT-pohjaisten rahoitusvälineiden ensimmäisen kirjaamisen tai DLT-pohjaisiin rahoitusvälineisiin liittyvien säilytyspalveluiden tarjoamisen. DLT-pohjaisella kaupankäynti- ja selvitysjärjestelmällä tarkoitetaan puolestaan sellaista DLT-pohjaista monenkeskistä kaupankäyntijärjestelmää ja DLT-pohjaista selvitysjärjestelmää, jossa yhdistetään sekä DLT-pohjaisessa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä että DLT-pohjaisessa selvitysjärjestelmässä toteutetut palvelut.¹³⁴ Toiminta on luvanvarasta ja valvovana lupaviranomaisena toimii Finanssivalvonta, joka voi myöntää erityisluvan DLT-asetuksen mukaiseen toimintaan sijoituspalveluyritykselle, säännellyn markkinan ylläpitäjälle tai arvopaperikeskukselle.¹³⁵ Toistaiseksi tällaisia lupia ei ole myönnetty Suomessa.

Joissakin Euroopan jäsenvaltioissa, esimerkiksi Saksassa ja Ranskassa, on jo ennen tässä kuvattujen asetusten antamista hyväksytty lohkoketjuteknologiaan liittyvää sääntelyä.¹³⁶ Käytännössä lakimuutoksissa on kyse uudenlaisen teknologian hyödyntämisen sallimisesta kaupankäynnissä ja tähän teknologiaan perustuvien rahoitusinstrumenttien tunnistamisesta. On selvää, että teknologinen kehitys luo jatkuvasti sellaisia innovaatioita, joita ei ole vielä kyetty huomioidaan lainsäädännössä. Kronologisesti laadittu ja teknologianeutraali lainsäädäntö ei välttämättä myöskään taivu joustavasti teknologisten rahoitusmarkkinainnovaatioiden tarpeeseen.¹³⁷ Esimerkiksi Saksan ja Ranskan lohkoketjuteknologiaan liittyvän lainsäädännön osalta aiheutuu epävarmuutta muun muassa siirtokelpoisen arvopaperin määritelmän rajauksista eri jäsenmaissa.¹³⁸ Teknologialiitännäisen EU-sääntelyn lähtökohtana voidaan kuitenkin pitää sitä, että myös tällaisiin uusiin innovaatioihin pyritään ulottamaan perinteiset markkinoiden vakautta ja sijoittajan suoja edistävät periaatteet, kuten avoimuusvaatimukset ja palveluntarjoajien toimintaa koskevat vaatimukset.

Innovaatioihin liittyy epäilemättä lainsäädäntöhaasteita, mutta uudet innovaatiot voivat myös mahdollistaa uudenlaisen läpinäkyvyyden tason. Koska uudenlaisia markkinainstrumentteja ei etenkin Suomessa vaihdeta laajasti ja nykyisellään laajemmin tunnetut teknologiat, kuten

¹³³ Ks. HE 278/2022.

¹³⁴ AOJSL 1:3.1, kohdat 18 ja 19.

¹³⁵ Laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä 5:1a

¹³⁶ HE 278/2022, s. 15.

¹³⁷ Ks. lainsäädännön teknologianeutraaliudesta esim. HE 278/2022 lausuntopyyntö, lausunnon antajana Heikki Marjosola, Helsingin Yliopisto,

<https://www.lausuntopalvelu.fi/FI/Proposal/ParticipationNonJsShowReport?proposalId=c9e03817-f229-4d17-af0a-cdf610cb4333>.

¹³⁸ HE 278/2022, s. 15.

lohkoketjuteknologia ja kryptovaluutat, perustuvat nimenomaisesti anonymiteetille, ei tämän selvityksen puitteissa ole kyetty löytämään sellaista riittävän luotettavaa ja nykyiseen oikeustilaan soveltuvaa ratkaisua, jolla läpinäkyvyyttä olisi voitu tarkoituksenmukaisella tavalla edistää.

3. Kansainvälinen viitekehys ja vertaileva tutkimus

3.1. Vertailevan tutkimuksen rajauksista

Tätä selvitystä varten toteutettu kansainvälinen vertailu on suunniteltu, laadittu ja toteutettu alkuperäisen valtiovarainministeriön tarjouspyynnön mukaisessa laajuudessa ja etukäteen sovitulla tavalla. Vertailun tavoitteena on ollut tuottaa lisätietoa siitä, minkälaisia omistuksen läpinäkyvyyttä koskevia järjestelmiä, malleja ja käytäntöjä eri maissa on omaksuttu. Tarjouspyynnön liitteiden mukaisesti potentiaalisina vertailussa käsiteltävinä maina on voitu pitää arvopaperikeskuksia, osakkeenomistajan oikeuksia ja tietosuojaa koskevan harmonisoidun EU-lainsäädännön vuoksi etenkin sellaisia EU:n jäsenmaita, joissa on Suomen kaltainen markkinarakenne ja markkinakulttuuri. Lisäksi vertailua voi olla perusteltua laajentaa myös EU:n jäsenmaiden ulkopuolelle. Vertailumaiksi on näiden kriteerien perusteella valittu Ruotsi, Norja ja Ranska.

Vertailulla on pyritty tunnistamaan erityisesti muissa maissa mahdollisesti käytössä olevia yleisjulkisia rekisterejä tai tietolähteitä, jotka sisältäisivät laajat pörssiyhtiöiden osakaskuntaa koskevat tiedot. Vertailu on pyritty laatimaan siten, että se mahdollistaa eri mallien arvioinnin suhteessa sekä Suomessa nykyisin omaksuttuun hallintarekisteröityjä osakkeenomistajia koskevaan malliin, että hallintarekisteröityjen osakkeenomistajien tietojen läpinäkyvyyden lisäämistä koskeviin tavoitteisiin. Vertailun on toteutettu vertailun kohteena olevien valtioiden paikallisten juridisten asiantuntijoiden avustuksella.

3.2. Ruotsi

Kuten Suomessa, myös Ruotsissa kaikki pörssiyhtiöiden osakkeet tulee liittää arvopaperikeskuksen ylläpitämään arvo-osuusjärjestelmään. Ruotsissa toimii yksi arvopaperikeskus, Euroclear Sweden. Ruotsissa on käytössä Suomen järjestelmästä poikkeava sekajärjestelmä, jossa hallintarekisteröinti on mahdollista sekä kotimaisille että ulkomaisille sijoittajille.

Ruotsin osakeyhtiölain (2005:551, ”ROYL”) viidennen luvun 11 §:n mukaan osakeyhtiöiden on ylläpidettävä osakasluettelo, johon merkitään osakkeenomistajan nimi, henkilötunnus tai muu tunniste, kuten yritystunnus. Lisäksi osakasluetteloon merkitään postiosoite ja osakkeiden määrä lajeittain. Arvo-osuusjärjestelmään liitetyt yhtiöt (”avstämningbolag”) voivat siirtää osakasluettelon ylläpitoon liittyvät tehtävät arvopaperikeskukselle, jolloin osakasluettelo ylläpidetään ajantasaisena arvopaperikeskuksessa. Tämä edellyttää lain mukaisesti erillistä kirjallista sopimusta.¹³⁹

Osakasluettelo sisältää tiedot ns. suorista omistajista sekä hallintarekisteröidyistä osakkeista (”förvaltareregisterade aktier”). Mikäli osakkeet on hallintarekisteröity, merkitään osakasluetteloon osakkeenomistajan sijasta hallintarekisteröinnin hoitajan tiedot. Lisäksi osakasluetteloon tehdään merkintä siitä, että osakkeita hallinnoidaan toisen lukuun. Hallintarekisteröinnin hoitajasta merkitään osakasluetteloon lähtökohtaisesti vastaavat tiedot, kuin osakkeenomistajasta, minkä lisäksi osakasluetteloon liitetään lista hallintarekisteröintien hoitajien ilmoittamista loppuomistajista tai hallintaketjun seuraavista osapuolista vähintään 500 osaketta ylittävien omistumäärien osalta.¹⁴⁰ Osakasluettelo voi sisältää myös tietoja tätä pienempiä osuuksia omistavista

¹³⁹ ROYL 5:10, 5:12, 5:19

¹⁴⁰ ROYL 5:11, 5:15; RAOJSL 3:2, 3:7

hallintarekisteröidyistä osakkaista, mutta nämä tiedot eivät jäljempänä selostetulla tavalla ole pakollisia tai julkisesti saatavilla.

Käytännössä Ruotsissa ei ylläpidetä erillistä osakkeenomistajien tietorekisteriä, vaan tietojen julkisuus toteutuu osakasluettelon ja siihen kuuluvan hallintarekisteriliitteen julkisuuden avulla. Edellä kuvatut tiedot eivät ole kaikilta osin yleisöjulkisia, vaan julkiseen osakasluetteloon sisältyvät edellä mainitulla tavalla omistus- ja hallintarekisteröintitiedot vain siltä osin, kun omistusosuus ylittää osakkeiden lukumäärältä 500 osaketta. Mikäli osakkeiden lukumäärä on alle tämän, mutta osakkeenomistaja omistaa koko osakekannan, on tieto omistuksesta kuitenkin julkinen. Arvopaperikeskukselle on säädetty Ruotsin arvopaperikeskuksia ja arvopaperitilejä koskevassa laissa (Lag om värdepapperscentraler och kontoföring av finansiella instrument, 1998:1479, ”RAOJSL”) nimenomainen velvollisuus ylläpitää ja säilyttää edellä kuvattuja erillisiä yhtiökohtaisia hallintarekisteröintilistoja. Listaasi sisällyvistä yli 500 hallintarekisteröityä osaketta omistavista osakkeenomistajista koottaviin tietoihin kuuluvat osakkeenomistajan nimi, henkilö- tai muu tunnus, postiosoite ja osakkeiden lukumäärä.¹⁴¹ Kenellä tahansa on oikeus saada osakasluettelo ja hallintarekisteriliite (julkinen osa, jossa yli 500 osaketta omistavat tahot) nähtäväkseen arvopaperikeskuksessa. Lisäksi kenellä tahansa on oikeus saada edellä mainituista dokumenteista ote kustannuksien korvaamista vastaan.¹⁴²

Arvopaperikeskuksen ylläpitämät tiedot saadaan hallintaketjun osapuolilta. Ruotsin lainsäädännön mukaisesti hallintarekisteröintien hoitajat ovat velvollisia toimittamaan arvopaperikeskukselle kaikki sellaiset tiedot, joita arvopaperikeskus tarvitsee tehtäviensä hoitamiseen. Lisäksi hallintarekisteröintien hoitajien on arvopaperikeskuksen pyynnöstä toimitettava arvopaperikeskukselle osakkeenomistajaa koskevat tiedot (nimi, henkilötunnus tai muu tunnus, postiosoite ja osakkeiden lukumäärä). Toimitettavien tietojen tulee vastata arvopaperikeskuksen pyynnön hetkellä ajan tasalla olevaa tietoa. Tietojen toimittamiselle ei ole säädetty aikarajaa.¹⁴³ Hallintarekisteröinnin hoitajan on oltava rekisteröity ja toimiluvan saanut toimija ja käytännössä tietojen toimittamismahdollisuutta ja -kyvykkyyttä pidetään yhtenä toimiluvan myöntämisen edellytyksistä.

Vastaavasti myös osakkeiden liikkeeseenlaskijalla on oikeus saada tietoja sekä tosiasiallisista edunsaajistaan että muista osakkeenomistajistaan arvopaperikeskukselta. Näin ollen arvopaperikeskuksen on käytännössä välitettävä liikkeeseenlaskijan tietopyyntö hallintarekisteröinnin hoitajalle, jonka on moniportaisessa hallintaketjussa välitettävä tietopyyntö eteenpäin. Tiedon toimittamiselle ei tässäkin tapauksessa ole säädetty aikarajaa.¹⁴⁴

Edellä kuvatun lisäksi liikkeeseenlaskijalla on myös oikeus pyytää osakkeenomistajaa koskevia tietoja suoraan hallintarekisteröinnin hoitajalta, jonka on moniportaisessa hallintaketjussa välitettävä tietopyyntö eteenpäin. Liikkeeseenlaskijan oikeus koskee sekä tosiasiallisia edunsaajia että muita osakkeenomistajia. Tietopyyntö on välitettävä eteenpäin viivytyksettä. Lisäksi tieto hallintaketjuun kuuluvasta seuraavasta tilinhoitajasta on välitettävä liikkeeseenlaskijalle viivytyksettä. Hallintaketjuun kuuluvien tilinhoitajien on viestittävä osakkeenomistajaa koskevat

¹⁴¹ RAOJSL 3:12–13

¹⁴² RAOJSL 3a:13.

¹⁴³ RAOJSL 3:12 para 1.

¹⁴⁴ ROYL 5:14 para 3. p.2; RAOJSL 3:12

tiedot sisäisesti ketjun jäseneltä toiselle, kunnes osakkeenomistajaa koskevat tiedot saavuttavat liikkeeseenlaskijan.¹⁴⁵

Tietojenvälitystä hallintaketjun sisällä rajoittavat etenkin kansainvälisissä hallintaketjuissa paikalliset lait, sillä kukin ketjuun kuuluva tilinhoitaja on velvollinen toimittamaan tiedot ainoastaan siinä tapauksessa, että liikkeeseenlaskijalla olisi myös tilinhoitajaa koskevan paikallisen lain mukaisesti oikeus saada tiedot.¹⁴⁶ Käytännössä tämä tarkoittaa Ruotsin lainsäädännön näkökulmasta, että liikkeeseenlaskijan oikeus saada osakkeenomistajan tunnistetiedot toteutuu varmasti kansallisen lainsäädännön puitteissa ainoastaan silloin, kun kaikki ketjuun kuuluvat tilinhoitajat sijaitsevat Ruotsissa.¹⁴⁷

Ruotsin valvovalla viranomaisella (Finansinspektionen) on oikeus määrätä Ruotsin arvopaperikeskuksista ja arvo-osuuksista annetun lain mukaista velvoitetta, kuten tietojen välitystä, laiminlyönyt taho toteuttamaan vaadittu lain edellyttämä toimenpide. Määräystä voidaan tehostaa sakkorangaistuksen uhalla. Lisäksi valvontaviranomaisella on oikeus määrätä arvopaperikeskukselle varoitus ja/tai hallinnollinen sanktio lainsäädännön rikkomuksen perusteella.¹⁴⁸

3.3. Norja

Norja ei kuulu Euroopan Unioniin ja käytössä oleva järjestelmä perustuu näin ollen puhtaasti ETA-jäsenyyden perusteella implementoitavaan sääntelyyn ja Norjan kansalliseen lainsäädäntöön. Esimerkiksi SHRD II -direktiiviä ei vielä toistaiseksi ole implementoitu. Norjan järjestelmä ja markkinaympäristö vastaavat kuitenkin suurelta osin Suomen järjestelmää. Norjan ainoa arvopaperikeskus (Euronext Securities Oslo) ylläpitää ja tarjoaa sekä suoraan osakkeenomistajan nimiin rekisteröityjä arvo-osuustilejä että hallintarekisteröinnin hoitajan nimissä olevia tilejä. Hallintarekisteröidyt tilit voivat olla joko yksilöllisesti asiakaskohtaisesti eroteltuja tilejä tai niin sanottuja laaritilejä. Hallintarekisteröinti on mahdollista ainoastaan ulkomaisille sijoittajille.

Norjassa omistajatietoja säilytetään useissa eri rekistereissä, kuten paikallisen arvopaperikeskuksen ylläpitämissä rekistereissä, osakkeenomistajarekistereissä ja liikkeeseenlaskijoiden merkintäoikeusrekistereissä. Arvopaperikeskuksen ylläpitämät omistusrekisterit eivät lähtökohtaisesti ole yleisöjulkisia sellaisenaan. Yleisö voi pyytää arvopaperikeskukselta tietoja merkittävimmistä osakkeenomistajista, mutta pääsy tiettyä liikkeeseenlaskijaa koskeviin täydellisiin omistajatietoihin ei lähtökohtaisesti ole mahdollista. Käytössä ei ole myöskään erillistä tietokantaa tai rekisteriä, jossa hallintarekisteröityjen osakkeiden tiedot olisi asetettu erikseen yleisön saataville.

Arvopaperikeskus toimittaa liikkeeseenlaskijoiden omistustiedot vuosittain Norjan veroviranomaiselle. Veroviranomaiselle toimitetut omistustiedot ovat yleisöjulkisia ja veroviranomainen toimittaa ne pyynnöstä. Omistajatiedot kuvaavat kuitenkin ainoastaan ilmoitushetkeä, joka on edeltävän vuoden viimeinen päivä. Näin ollen tiedot eivät ole ajantasaisia.

Norjan kansallisen lainsäädännön mukaisesti hallintarekisteröinnin hoitajalla on oltava pääsy osakkeenomistajan tietoihin. Vaatimus soveltuu myös moniportaisiin hallintaketjuihin, mutta

¹⁴⁵ RAOJSL 3a: 4

¹⁴⁶ RAOJSL 3a:3–4

¹⁴⁷ RAOJSL 9:7

¹⁴⁸ RAOJSL 9:15, 9:17

vaatimuksen täytäntöönpanomahdollisuuksia rajoittaa käytännössä ulkomaisten tilinhoitajien sijoittuminen Norjan kansallisen lain soveltamisalueen ulkopuolelle.

Hallintarekisteröinnin hoitajan on ylläpidettävä erillistä rekisteriä hallintarekisteröidyistä osakkeista ja näiden omistajista. Tiedot on toimitettava pyynnöstä viranomaisille. Tiedonantovelvoitetta ei voida välttää salassapitosopimuksilla tai -sitoumuksilla. Viranomaisten lisäksi liikkeeseenlaskijat voivat vaatia tietoja hallintarekisteröinnin hoitajalta. Tiedonantovelvoitteelle ei ole asetettu laissa kiinteää aikarajaa. Tiedot on paikallisen valvontaviranomaisen tulkinnan mukaan toimitettava tietopyynnön tekijän ilmoittamalla tavalla ja vaatimassa ajassa.¹⁴⁹

Norja on implementoinut neljännen rahanpesudirektiivin osaksi kansallista lainsäädäntöään ja käytössä on näin ollen paikallinen tosiasiallisten edunsaajien rekisteri. Direktiivin mukaisesti säännellyllä markkinalla toimivat liikkeeseenlaskijat on kuitenkin jätetty rekisteröintivelvoitteen soveltamisalan ulkopuolelle.

3.4. Ranska

Ranskan yhtiöoikeudellinen ympäristö poikkeaa Suomesta ja muista Pohjoismaista. Ranskassa yhtiöt voivat laskea liikkeeseen niin sanottuja haltijaosakkeita (titres au porteur) tai rekisteröityjä osakkeita (titres au nominatifs). Sekä haltijaosakkeet että rekisteröidyt osakkeet viedään arvo-osuusjärjestelmään, jossa niitä tulee säilyttää eri arvo-osuustileillä. Ranskan arvopaperikeskuksena toimii Euroclear France.

Käytännössä haltijaosakkeet ja rekisteröidyt osakkeet eroavat liikkeeseenlaskijan hallussa olevien omistajatietojen osalta. Haltijaosakkeet on muodollisesti laskettu arvopaperien välittäjän haltuun. Välittäjä käy osakkeilla kauppaa tarjoten liikkeeseenlaskijalle rahoitusta. Näin ollen liikkeeseenlaskijalla ei tyypillisesti ole tiedossa osakkeiden lopullista omistajaa, vaan ainoastaan välittäjän tiedot. Rekisteröityjen osakkeiden omistajataho on puolestaan liikkeeseenlaskijan tiedossa ja merkittynä liikkeeseenlaskijan osakeluetteloon. Omistaja ei kuitenkaan välttämättä ole tosiasiallinen edunsaaja (luonnollinen henkilö), vaan omistaja voi olla myös oikeushenkilö. Haltijaosakkeita käytetään pääsääntöisesti lyhyen ja keskipitkän aikavälin kaupankäyntiin ja ne ovat Ranskassa huomattavasti rekisteröityjä osakkeita yleisempiä. Rekisteröidyt osakkeet on tarkoitettu pidempiaikaiseen omistukseen.

Ranskan kauppalaki (Code de commerce, ”RKL”) edellyttää, että arvopaperi on sen muodosta riippumatta rekisteröitävä arvopaperin omistajan nimiin.¹⁵⁰ Omistustietojen rekisterinpitäjänä toimii rekisteröityjen osakkeiden osalta liikkeeseenlaskija. Haltijaosakkeiden osalta liikkeeseenlaskijalla on edellä kuvatulla tavalla tiedossaan ainoastaan haltijaosakkeiden välittäjä, joka ylläpitää puolestaan tietoja haltijaosakkeiden omistajista. Näin ollen moniportainen hallinta on haltijarekisteröityjen suuren osuuden vuoksi käytännössä pääsääntö.

Ranskassa ei ole käytössä yleisöjulkista rekisteriä, joka sisältäisi yhtiöiden omistustietoja, eivätkä tiedot ole lähtökohtaisesti julkisia yleisölle. Tietojen liikkeeseenlaskijajulkisuus on kuitenkin varmistettu Ranskan kauppalaissa, jonka pykälässä L.228-2 kuvattu tunnistamismenettely antaa liikkeeseenlaskijalle tai sen edustajalle mahdollisuuden pyytää tietoja, jotka liittyvät yhtiön

¹⁴⁹ Norjan julkisista osakeyhtiöistä annetun lain (Lov om allmennaksjeselskaper) kohdat 4 – 10. ”The language in the requirements set forth by the Norwegian FSA stipulates that necessary information is to be given by the nominee ”in the way and within the time limit set forth by the party demanding the information” (original text: ”*opplysningene skal gis på den måten og innen den fristen som er fastsatt av den som har krav på opplysningene*”).

¹⁵⁰ RKL artikla L 228-1, joka kuuluu englanninkielisen käännöslain mukaisesti: ”regardless of their form, these securities must be registered in an account or in a shared electronic recording device in the name of their owner, under the conditions provided for in Articles L. 211-3 and L. 211-4 of the Monetary and Financial Code.”

osakkeiden ja muiden äänioikeudellisten arvopaperien omistajien tunnistamiseen. Tunnistamismenettely edellyttää käytännössä paikallisen lain mukaan yhtiöjärjestyksen määräystä. Tämä määräys sisältyy automaationa kaikkien säännellyllä markkinalla liikkeeseenlaskijoina toimivien yhtiöiden yhtiöjärjestyksiin ja mahdollistaa tietojen saamisen ja osakkeenomistajien tunnistamista varten arvopaperikeskukselta ja arvopaperien välittäjiltä. Yhtiöjärjestyksessä määrätään tällöin, että liikkeeseenlaskijayhtiöllä tai sen nimeämällä kolmannella on oikeus milloin tahansa ja yhtiön maksamaa korvausta vastaan vaatia tiedot yhtiökokouksissa äänioikeuden tuottavien osakkeiden ja arvopapereiden omistajista.

Liikkeeseenlaskijan tietopyyntö voidaan esittää arvopaperikeskukselle tai arvopaperien säilyttäjälle taikka välittäjälle, joka ilmoittaa toimivansa arvopapereiden haltijana arvopapereiden omistajien puolesta. Pyyntö voidaan esittää lisäksi mille tahansa Ranskan ulkopuolelle sijoittautuneelle taholle, joka tarjoaa hallinto- tai säilytyspalveluita ja/tai säilyttää tai muuten hallinnoi osakkeita tai arvopapereita niiden omistajien tai muiden välittäjien puolesta. Tietopyyntö voi sisältää seuraavat tietokokonaisuudet: osakkeenomistajan tunnistenumero (oikeushenkilön tunnusnumero tai muu oikeushenkilön tunniste taikka luonnollisen henkilön henkilötunnus), osakkeenomistajan nimi ja postiosoite, hallussa olevien arvopapereiden lukumäärä osakelajeittain, päivä, josta lähtien arvopapereita on hallittu, tarvittaessa arvopaperien omistajan puolesta sijoituspäätöksiä tekevän kolmannen osapuolen nimi ja tunnistenumero, omistajan kansalaisuus, syntymä- tai perustamisvuosi, osakkeita koskevat rajoitukset, toimialaluokitus, omistajan ammattimaisuusluokitus (ts. tieto siitä, onko omistaja ammattimainen sijoittaja vai ei).

Ranskan kauppalain pykälän R228-4 mukaisesti tietopyynnön vastaanottajan, esimerkiksi arvopapereiden välittäjän, on vastattava tietopyyntöön lähtökohtaisesti tietopyyntöä seuraavana arkipäivänä. Mikäli tietoja ei toimiteta ajoissa tai tiedot ovat puutteellisia, voi liikkeeseenlaskija vaatia tietopyynnön täyttämistä oikeusteitse. Tietopyynnön vastaanottaja voidaan tällöin määrätä täyttämään tiedonantovelvoite sakon uhalla. Osakkeiden antamat ääni- ja osinko-oikeudet voidaan myös evätä siihen saakka, kunnes osakkeenomistaja on kyetty tunnistamaan.¹⁵¹

3.5. Yhteenveto

Tarkastelun kohteena olleissa valtioissa omistajatietojen läpinäkyvyys on lähtökohtaisesti yhtä vahvaa tai heikompaa kuin Suomessa, lukuun ottamatta Ruotsia, jossa erityisesti arvo-osuusjärjestelmään kirjattuihin hallintarekisteröityihin osakkeisiin kohdistuva yleisöjulkisuus on hieman vahvempaa. Ruotsin ja Norjan mallit vastaavat läpinäkyvyyteen liittyviltä lähtökohdiltaan hyvin pitkälti Suomen mallia ja niidenkin perusajatuksena voidaan pitää sitä, että vähintäänkin merkittävistä omistuksista on saatavilla tietoa julkisesti, joskin Norjan osalta yleisöjulkisuuden toteutustapa on varsin heikko. Ruotsissa merkittävyyskynnys on yleisöjulkisuuden osalta asetettu nimenomaisesti 500 osakkeeseen. Tiedot tämän alittavista omistuksista eivät ole julkisia. Norjassa yleisön on mahdollista pyytää arvopaperikeskukselta ajantasaista tietoa merkittävän suurista osakkeenomistajista, minkä lisäksi täydelliset tiedot arvo-osuusjärjestelmään vietyjen osakkeiden omistuksista vuoden viimeisen päivän mukaisena on pyynnöstä saatavissa veroviranomaiselta.

Ruotsissa ei ole käytössä erillistä osakkeenomistajarekisteriä, vaan omistusten yleisöjulkisuus on edellä mainitun raja-arvon ylittäviltä osin toteutettu Suomen käytäntöä vastaavasti osakasluetteloiden julkisuuden avulla. Toisin kuin Suomessa, Ruotsissa julkiset osakasluettelot sisältävät kuitenkin myös tiedon hallintarekisteröityjen osakkeiden omistajista, joiden tiedot

¹⁵¹ RKL R228-4.

hallintarekisteröinnin hoitajat ovat ilmoittaneet arvopaperikeskukselle. Myöskään Norjassa ei ole käytössä erillistä julkista osakkeenomistajarekisteriä. Ruotsissa on vastikään käyty jonkin verran julkista keskustelua siitä, miten tietosuojan näkökulmasta tulisi suhtautua osakastietojen julkaisuun ja asettamiseksi yleisön saataville tiettyjen yhtiöiden kieltäytyttyä toimittamasta osakasluetteloa sitä pyytäneille toimittajille.¹⁵²

Ranskassa ei ole käytössä yleisöjulkista omistusrekisteriä, eivätkä omistukset pääsääntöisesti ole lainkaan yleisöjulkisia. Ranskan arvopaperijärjestelmä eroaa yhtiöoikeudellisilta lähtökohdiltaan Pohjoismaisista järjestelmistä, sillä se mahdollistaa osakkeiden erottelun suoraan ja välillisesti hallittaviin jo osakkeiden liikkeeseenlaskuvaiheessa. Vaikka Ranskan lainsäädäntö ei tunnista varsinaista hallintarekisteröintiä suomalaisen sanan juridisessä merkityksessä, on moniportainen hallinta kuitenkin pääsääntö ja yleisesti käytössä oleva arvopaperien omistusmuoto. Tällöin omistajatiedot ovat lähtökohtaisesti ainoastaan hallintaketjuun kuuluvien arvopaperivälittäjien hallussa. Liikkeeseenlaskijajulkisuus toteutuu pääsääntöisesti ainoastaan pitkäaikaisiksi sijoituksiksi tarkoitettujen rekisteröityjen osakkeiden avulla. Näiden osakkeiden omistustiedot rekisteröidään suoraan liikkeeseenlaskijan ylläpitämään rekisteriin, kun taas haltijaosakkeiden osalta liikkeeseenlaskijan tiedossa on usein vain arvopapereiden välittäjä.

Sekä Ruotsi että Ranska ovat SHRD II:n mukaisesti säätäneet hallintaketjuun kuuluvien säilyttäjien ja välittäjien sekä arvopaperikeskuksen velvollisuudesta toimittaa osakkeenomistajaa koskevia tietoja liikkeeseenlaskijoille. Tiedonantovelvollisuuden laiminlyönti on sanktioitu. Tiedonantovelvollisuudelle on valtiosta riippuen säädetty lisäksi erilaisia aikarajoja. Ruotsissa tiedot tulee toimittaa viivytyksettä ja Ranskassa pääsääntöisesti tietopyyntöä seuraavan arkipäivän aikana. Mainittua muutospäätöä ei ole vielä implementoitu EU:n ulkopuolelle jättäytyneessä Norjassa, mutta kansallinen laki velvoittaa silti hallintarekisteröinnin hoitajan toimittamaan osakkeenomistajaa koskevat tiedot viranomaisille ja liikkeeseenlaskijalle pyydettyinä. Tiedot on toimitettava tietopyynnön tekijän vaatimassa ajassa ja vaaditulla tavalla.

Tietopyyntöjen osalta on huomioitava, että kussakin valtiossa on säädetty nimenomaisesti liikkeeseenlaskijan kyselyoikeuteen perustuvasta tiedonvälityksestä. Näin ollen ulkomaisille sijoittajille ei ole säädetty velvollisuutta rekisteröityä tai ilmoittaa oma-aloitteisesti tietojaan liikkeeseenlaskijalle, arvopaperikeskukselle tai rekisterinpitäjälle. Tällaisen vaatimuksen ulottaminen toisessa maassa asuvaan vieraan valtion kansalaiseen olisi ylipäätään erittäin haastavaa.

Suomea, Ruotsia ja Ranskaa sitova Euroopan Unionin sääntely on velvoittanut jäsenmaat varmistamaan, että yhteisöillä on velvollisuus tunnistaa tosiasialliset edunsaajansa. Myös Norja on implementoinut nämä vaatimukset lainsäädäntöönsä. Tosiasiallisen edunsaajan asema edellyttää rahanpesudirektiivin mukaisesti 25 % suoraa tai välillistä omistusosuutta tai määräysvallan käyttöä. Velvollisuutta ei sovelleta säännellyllä markkinalla toimiviin liikkeeseenlaskijoihin. Näin ollen päälistan yhtiöt sekä 25 % pienemmät omistusosuudet eivät ole sääntelyn piirissä. Lisäksi EU-tasoinen sääntely, SHRD II, velvoittaa arvopaperikeskukset ja arvopaperimarkkinoilla toimivat palveluntarjoajat, kuten arvopaperien säilyttäjät, luovuttamaan osakkeenomistajaan liittyviä tunnistetietoja liikkeeseenlaskijalle. Jäsenvaltioille on jätetty mahdollisuus säätää enintään 0,5 prosenttiyksikön rajasta tunnistetietojen luovuttamiselle siten,

¹⁵² Esim. Julkisuudesta tutun Bianca Ingrosson johtama korualan yritys kieltäytyi toimittamasta osakasluetteloa toimittajalle, minkä johdosta yrityksestä on tehty tutkintapyyntö. Ks. <https://www.dagensmedia.se/medier/tidskrifter/resume-polisanmaler-bianca-ingrossos-smyckesbolag-i-samband-med-granskning/>.

ettei tätä pienempien omistusosuuksien omistajien tietojen luovutus olisi pakollista. Viimeisimpänä EU:n avoimuusdirektiivissä säädetään liputusmenettelystä, joka osaltaan lisää läpinäkyvyyttä säännellyllä markkinalla toimivien yhtiöiden osalta. Alin liputusvelvollisuuden raja on direktiivin mukaan 5 %. Tätä pienemmistä omistusosuuksista ei siis saada tietoa liputusilmoitusten kautta. Käytännössä EU-maissa yleisöjulkisuuden ulottamattomiin jäävät säännellyllä markkinalla alle 5 % omistukset ja monenkeskisellä kauppapaikalla jopa alle 25 % omistukset, ellei kansallisesta lainsäädännöstä muuta johdu.

4. Toimintavaihtoehdot ja kehitysmahdollisuudet

4.1. Toimintavaihtoehtojen rajaamisesta

Valtiovarainministeriön tarjouspyynnön mukaisesti selvityksessä tulee käsitellä kysymystä siitä, mitä käytännön toimintavaihtoehtoja ulkomaisten osakkeenomistajien omistusten yleisöjulkisuuden lisäämiseksi ja rekisteriin saattamiseksi voidaan tunnistaa. Tarjouspyynnössä on eritelty seuraavat toimintavaihtoehtojen selvittämiseen liittyvät kysymykset:

- Onko niin sanotun kansallisen hallintarekisteröintikiellon ulottaminen suomalaisten listayhtiöiden ulkomaisiin osakkeenomistajiin läpinäkyvyyden lisäämiseksi mahdollista tai tarkoituksenmukaista?
- Voidaanko hallintarekisteröityjen osakkeenomistajien omistusten läpinäkyvyyttä lisätä perustamalla kansallinen kyselyjärjestelmä tai rekisteri?
- Voidaanko ulkomaisten hallintarekisteröityjen osakkeenomistajien omistusten läpinäkyvyyttä lisätä arvopaperimarkkinalain 9 luvussa tarkoitetun huomattavien omistus- ja ääniosuuksien ilmoittamista eli niin sanottua liputusvelvollisuutta koskevien kansallisten raja-arvojen muuttamisella?
- Onko läpinäkyvyyden lisäämiseksi muita vaihtoehtoja?

Tässä selvityksessä esitetyt toimintavaihtoehdot perustuvat tarjouspyynnössä esitettyihin kysymyksiin sekä selvitystyön aikana tehtyyn kartoitukseen mahdollisista muista toimenpidevaihtoehdoista. Mahdollisten muiden vaihtoehtojen osalta on punnittu vaihtoehtojen realistisuutta ja toteutuskelpoisuutta pääasiassa teknisen toteutuksen, oikeudellisen viitekehyksen ja läpinäkyvyystavoitteen näkökulmista. Kartoituksessa on kiinnitetty huomiota muun muassa muualla Euroopassa käytössä oleviin järjestelmiin ja Suomessa jo nykyisellään käytössä oleviin tietojärjestelmiin ja niiden tekniseen toteutukseen (esim. kaupparekisteri ja arvopaperikeskuksen tarjoamat palvelut). Selvitystyön aikana on tunnistettu yksi toimenpidevaihtoehto tarjouspyynnössä esitettyjen vaihtoehtojen lisäksi. Näin ollen kohdissa 4.2 - 4.5 käsitellään seuraavia vaihtoehtoja:

- Hallintarekisteröintikiellon laajentaminen
- Kansallinen julkinen rekisteri
- Liputusvelvollisuuden raja-arvojen muuttaminen
- Arvopaperikeskuksen ylläpitämät hallintarekisteriluettelot

Kehitysmahdollisuuksien ja toimintavaihtoehtojen rajauksen osalta on edellä sanotun lisäksi ollut olennaista määritellä se, mikä tieto nykytilanteessa ei ole yleisön saatavilla. Edellä tässä selvityksessä on eritelty osakkeenomistajien tietojen viranomais-, liikkeeseenlaskija- ja yleisöjulkisuuteen liittyvää kansallista lainsäädäntöä, EU-sääntelyä ja tulkintakäytäntöä. Näiden perusteella voidaan todeta, että nykytilanteessa Suomessa tuntemattomaksi yleisölle voivat jäädä

sellaiset ulkomaiset omistajat, joiden hallintarekisteröity omistus on säännellyllä markkinalla kaupankäynnin kohteena olevan yhtiön osakkeen osalta alle 5 % (liputusvelvollisuuden alin raja) tai, edellyttäen, että yhtiö ei katso kyseisen osakkeenomistajan käyttävän tosiasiallista vaikutusvaltaa yhtiössä, monenkeskisellä kauppapaikalla kaupankäynnin kohteena olevan yhtiön osakkeen osalta alle 25 % (tosiasiallisen edunsaajan määritelmän alaraja). Säännellyllä markkinalla liikkeeseen laskettujen osakkeiden omistustietojen saaminen liputusilmoitusten avulla on sinänsä helpompaa, sillä liputusilmoitukset julkaistaan yhtiön internetsivuilla ja ovat avoimia kaikille. Monenkeskisen kauppapaikan liikkeeseenlaskijoiden tosiasiallisten edunsaajien tiedot eivät ole täysin yleisjulkisia, sillä tietoja luovutetaan vain sellaisille tahoille, joilla on tiedolle rahanpesulain mukainen käyttötarkoitus. Käytännössä tietoja luovutetaan muun muassa viranomaisille, asiakkaan tuntemisvelvollisuutta noudattaville yrityksille (esim. pankit, vakuutusyhtiöt ja muut finanssilaitokset, kiinteistönvälittäjät, tilintarkastajat) ja median edustajille. Rahanpesulain mukainen käyttötarkoitus tarkoittaa, että tietojen avulla pyritään estämään rahanpesua ja terrorismin rahoittamista tai edistämään rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen paljastamista.

Kohdetietojen lisäksi toimintavaihtoehtojen rajaukseen vaikuttaa tietojen käyttötarkoitus ja käyttötarkoitukseen liittyvät tavoitteet. Kuten kohdassa 2.4.2 on todettu, perusoikeuksia, kuten yksityisyyden suojaa, rajoittavien toimenpiteiden tulee olla tarpeellisia ja perusteltuja niiden tavoitteiden näkökulmasta. Tämä edellyttää, että rajoituksella on ylipäätään mahdollista saavuttaa haluttu tavoite. Harmaan talouden ja talousrikollisuuden torjunnan toimenpideohjelman 2020–2023 kohdassa 2.2. on todettu, että pörssiosakkeiden hallintarekisteröintiin ja omistusten läpinäkymättömyyteen liittyy harmaan talouden riskejä. Kyse on siis esimerkiksi veronkierron, rahanpesurikosten, velallisen rikosten ja muiden sijoitustoimintaan liittyvien harmaan talouden muotojen ja piilorikollisuuden torjunnasta.¹⁵³

4.2. Hallintarekisteröintikiellon laajentamisesta

Sekä hallintarekisteröintikiellon poistamista että kiellon laajentamista on arvioitu Suomessa kansallisesti useita kertoja eri hankkeiden yhteydessä ja kannanottoja on esitetty sekä hallintarekisteröinnin puolesta että vastaan. Hallintarekisteröinnin mahdollistamista suomalaisille sijoittajille tai järjestelmän säilyttämistä nykyisellään (mahdollistaminen ulkomaisille sijoittajille) ovat kannattaneet muun muassa Finanssialan Keskusliitto (nykyinen Finanssiala ry)¹⁵⁴, Listayhtiöiden neuvottelukunta¹⁵⁵ ja Nasdaq OMX¹⁵⁶. Myös Liljebloom on jo aikaisemmin esitetyllä tavalla todennut, että suorat ja välilliset vaikutukset hallintarekisteröinnin laajentamisesta, eli hallintarekisteröinnin avaamisesta suomalaisille sijoittajille, olisivat selvästi positiivisia ja, että Suomen talouskasvulle moniportaisuudella voisi olla suuri merkitys. Moniportaisuus hyödyttäisi Liljebloomin mukaan etenkin pieniä ja keskisuuria kotimaisessa omistuksessa olevia yhtiöitä, koska

¹⁵³ Ks. esim. Sisäministeriö – Talousrikollisuus ja harmaa talous: <https://intermin.fi/poliisiasiat/talousrikollisuus-ja-harmaa-talous>

¹⁵⁴ Ks. Finanssialan Keskusliiton lausunto 20.8.2014, https://www.finanssiala.fi/wp-content/uploads/2014/08/Tyoryhmanmuistio_arvopaperikeskusasetuksen_kansallisesta_voimaansaattamisesta_20082014.pdf

¹⁵⁵ Ks. Listayhtiöiden neuvottelukunnan lausunto 13.8.2014, https://api.hankeikkuna.fi/asiakirjat/4fd7cb6b-dc48-4b5e-9215-c70f6fda237d/87ca3938-bf08-46cb-b91a-0d48a759ac4e/LAUSUNTO_20140813131503.PDF.

¹⁵⁶ Ks. Nasdaq OMX Helsinki Oy:n lausunto 13.8.2014, https://api.hankeikkuna.fi/asiakirjat/4fd7cb6b-dc48-4b5e-9215-c70f6fda237d/99ad7195-6a0b-4673-9b61-8d6ebcc7102f/LAUSUNTO_20140813121500.PDF

eri vaikutusten voidaan olettaa lisäävän suomalaisen markkinapaikan kilpailukykyä ja likviditeettiä.¹⁵⁷

Hallintarekisteröintiä ja erityisesti sen laajentamista koskemaan suomalaisia sijoittajia ovat sen läpinäkyvyyttä rajoittavan luonteen vuoksi vastustaneet muun muassa Journalistiliitto¹⁵⁸ ja valtiovarainministeriön APK-asetuksen täytäntöönpanoa valmistelleeseen työryhmään kuulunut Jorma Yli-Jaakkola, joka jätti työryhmämuistioon eriävän mielipiteen. Hallintarekisteröityjen osakeomistusten julkisuus on lisäksi saanut jonkin verran kannatusta yksittäisiltä suomalaisilta sijoittajilta, joiden näkökulmasta omistustiedot ovat sijoituspäätösten osalta merkittävässä asemassa.¹⁵⁹

APK-asetuksen täytäntöönpanoa, hallintarekisteröinnin laajentamista ja poikkeuksen tulkintaa on käsitelty laajasti valtiovarainministeriön työryhmämuistiossa "Arvopaperien säilytysmallien laajentamisen ja yhdyntävien markkinarakenteiden toteutumisen arviointi sekä arvopaperikeskusasetuksen täytäntöönpanon valmistelu". Kyseisessä työryhmämuistiossa on esitetty, että arvopaperimarkkinoiden kansainvälinen yhdyntyminen edellyttäisi mahdollisesti hallintarekisteröinnin laajentamista suomalaisiin sijoittajiin ja että velvoite tarjota sekä yksilöllisesti asiakaseroteltuja että yhteiseroteltuja tilejä puoltaisi moniportaisen hallintamallin käyttöönottoa myös Suomessa. Päinvastaisen tulkinnan on tehnyt eriävän mielipiteen jättänyt työryhmän jäsen Yli-Jaakkola, jonka näkemyksen mukaan asetuksen tarkoituksena on lisätä Suomessa käytössä olevan suoran omistusjärjestelmän mallin käyttöä muualla Euroopassa säätämällä yksilöllisesti eroteltujen asiakastilien tarjoaminen pakolliseksi.¹⁶⁰

Ottamatta kantaa siihen, mitä APK-asetuksella on alkujaan tavoiteltu, voidaan tämän selvityksen laatimishetkellä kenties todeta, että Suomessa käytössä oleva malli on kansallisesti vakiintunut ja se myös näyttäisi täyttävän nykyisellään APK-asetuksen vaatimukset. Kuten tämän selvityksen kohdassa 2.1.5 on esitetty, APK-asetuksen 38 artiklan mukaisen poikkeussäännön (Lex Finlandia) on katsottu mahdollistavan Suomen kansalliseen lakiin sisältyvän hallintarekisteröintikiellon säilyttämisen. Poikkeussäännössä on nimenomaisesti todettu, että (poiketen vaatimuksesta tarjota eri tilimalleja) arvopaperikeskuksen ja sen osallistujien on tarjottava yksilöllistä asiakaserottelua sellaisen jäsenvaltion kansalaisille ja asukkaille ja siihen sijoittautuneille oikeushenkilöille, jossa tätä edellytetään sen jäsenvaltion kansallisen lainsäädännön mukaisesti. Sanamuodon mukaisesti tulkittuna poikkeussäännös näyttäisi edellyttävän, että suomalaisille ja Suomessa asuville voidaan tarjota vain ja ainoastaan yksilöllistä asiakaserottelua. Poikkeussäännöksen seuraavan virkkeen mukaan "tätä velvoitetta sovelletaan niin pitkään kuin kansallista lainsäädäntöä ei ole muutettu tai kumottu ja sen tavoitteet ovat edelleen voimassa". Tämän voitaisiin tulkita viittaavaan siihen, että mikäli moniportaisen hallinnan mahdollistavat yhteisasiakaserotellut tilit lakimuutoksella säädettäisiin mahdolliseksi myös suomalaisille sijoittajille, tulisi APK-asetuksen mukainen eri tilimallien tarjoamispakko voimaan poikkeuksetta myös Suomessa. Asetuksen sanamuoto edellyttää, että lakia ei muuteta eikä kumota, minkä lisäksi sen tavoitteiden on pysyttävä voimassa. Kun hallintarekisteröintikiellon tavoitteena on väärinkäytösten ehkäisy läpinäkyvyyden kautta, voidaan tavoitteiden katsoa olevan edelleen relevantteja ja pysyvän voimassa. Poikkeuksen ensimmäinen edellytys, lain muuttumattomuus, rikkoutuisi kuitenkin siinä tapauksessa, että hallintarekisteröintikieltoa pyrittäisiin laajentamaan

¹⁵⁷ Liljebloom 2010, s. 75.

¹⁵⁸ Ks. Journalistiliiton kannanotto 1.12.2015, <https://journalistiliitto.fi/fi/journalistiliitto-tyytyvainen-hallituksen-paatokseen-haudata-hallintarekisterointi/>.

¹⁵⁹ Ks. esim. Kim ja Tom Lindströmin blogikirjoitus, <https://www.nordnet.fi/blogi/hallintarekisterointi-puhuttaa/>.

¹⁶⁰ Valtiovarainministeriö 2014, Yli-Jaakkolan eriävä mielipide, s. 22.

myös ulkomaisia sijoittajia koskevaksi. Tämä aiheuttaisi sekavan oikeustilan, johon liittyisi runsaasti tulkintaepävarmuutta.

APK-asetuksen sanamuoto on poikkeusta edeltävien tilimallien tarjoamisvelvollisuuksien osalta varsin yksiselitteinen. Arvopaperikeskuksen on ensinnäkin 38 artiklan 3 kohdan mukaan säilytettävä tietoja ja ylläpidettävä tilejä, jotka mahdollistavat sen, että jokainen osallistuja voi pitää yhdellä arvo-osuustilillä eri asiakkailleen kuuluvia arvopapereita (yhteisasiakaserottelu eli ns. laaritilit). Toiseksi saman artiklan neljännen kohdan mukaan arvopaperikeskuksen on säilytettävä tietoja ja ylläpidettävä tilejä, joiden perusteella osallistuja voi erottaa minkä tahansa asiakkaansa arvopaperit, jos ja niin kuin kyseinen osallistuja edellyttää (yksilöllinen asiakaserottelu). Lisäksi artiklan 5 kohdan mukaan osallistujan, jolla tarkoitetaan käytännössä tilinhoitajaa, on tarjottava asiakkailleen vähintään mahdollisuus valita yhteisasiakaserottelun ja yksilöllisen asiakaserottelun välillä ja ilmoitettava niille kuhunkin vaihtoehtoon liittyvistä kustannuksista ja riskeistä. Yhteisasiakaserottelu ja yksilöllinen erottelu on esitetty sanamuodoiltaan vastaavina velvoitteina, eikä jäsenvaltion kansalaisiin, asukkaisiin ja jäsenvaltiossa sijaitseviin yhteisöihin soveltuvaa 38 artiklan poikkeusta lukuun ottamatta ole viitteitä siitä, että asetuksella olisi ollut tarkoitus kieltää yhteiserottelujen tilien käyttö ja moniportainen hallinta. Päinvastoin asetus velvoittaa tällaisten tilien tarjoamiseen. Näin ollen hallintarekisteröintikiellon ulottaminen koskemaan ulkomaisia sijoittajia olisi APK-asetuksen vastainen, eikä asiaa siksi ole tarpeen arvioida erillisenä toteutusvaihtoehtona.

4.3. Valtiovarainministeriön asettaman työryhmän ehdotuksen mukainen omistusrekisteri

4.3.1. Vaihtoehdon kuvaus

Valtiovarainministeriön 21.3.2014 asettama työryhmä on APK-asetuksen kansallisen implementoinnin valmistelun yhteydessä arvioinut, miten arvopaperien säilytysmallien laajentuminen ja yhdentyvät markkinarakenteet voidaan toteuttaa mahdollisimman tarkoituksenmukaisella tavalla ottaen huomioon tärkeät osakeomistuksen julkisuuteen liittyvät näkökohdat. Työryhmä on pyrkinyt löytämään ratkaisun omistajatietojen keräämiseksi, säilyttämiseksi ja julkisena pitämiseksi mallilla, joka mahdollistaisi sen, että suomalaisten sijoittajien omistusta koskeva tieto voidaan pitää julkisesti saatavilla. Työryhmä on ehdottanut, että Patentti- ja rekisterihallitus pitäisi jatkossa yleisöjulkista rekisteriä osakkeenomistajista.¹⁶¹ Tässä selvityksessä yhtenä toimenpidevaihtoehtona tarkastellaan tällaista omistusrekisteriä.

Patentti- ja rekisterihallitus on työ- ja elinkeinoministeriön (TEM) hallinnonalaan kuuluva rekisteriviranomainen, joka vastaa Suomessa muun muassa julkisen kauppa-, yhdistys- ja säätiörekisterin ylläpidosta. Patentti- ja rekisterihallitusta voidaan pitää asianmukaisena yleisöjulkisen rekisterin ylläpitäjänä, sillä viranomaisen palveluihin kuuluu jo nykyisellään vastaavia tehtäviä. Käytännössä julkisen rekisterin ylläpitoon soveltuvat tietojärjestelmät, rekisteröintiprosessit ja työtavat ovat jo olemassa. Patentti- ja rekisterihallitus hyödyntää muun muassa sähköistä rekisteröintijärjestelmää, jonka hyödyntäminen omistajatietojen rekisteröinnissä olisi tehokasta ja rekisteri-ilmoituksen tekijälle suhteellisen helppoa. Järjestelmän kautta voidaan jo nykyisellään tehdä muun muassa kaupparekisteri-ilmoituksia ja tosiasiallisia edunsaajia koskevia ilmoituksia, joissa käsitellään

¹⁶¹ Valtiovarainministeriö 2014, s. 1 ja 6.

henkilötietoja. Näin ollen järjestelmä soveltuu jo nykyisellään vastaavien informaatiotyyppien käsittelyyn. Rekisterinpitäjä voisi teoriassa olla myös esimerkiksi Digi- ja väestötietovirasto, verohallinto tai arvopaperikeskus. Patentti- ja rekisterihallituksen nykyinen toimintamalli soveltuisi kuitenkin toiminnan verrattavuuden vuoksi parhaiten yritysten omistajatietojen ylläpitoon tässä esitetyllä tavalla. Arvopaperikeskuksen ylläpitämään julkiseen luetteloon perustuvaa toimintavaihtoehtoa on käsitelty erikseen kohdassa 4.5.

Työryhmän ehdotuksen mukaisesti osakkeenomistajien tiedot kerättäisiin neljä kertaa vuodessa Patentti- ja rekisterihallituksen määräämänä ajankohtana sekä suoraan että moniportaisesti hallituista tileistä. Tiedot kerättäisiin 500 osaketta ylittävistä omistuksista, jolla edistettäisiin piensijoittajien yksityisyyden suojaa.¹⁶² Työryhmän tekemien selvitysten perusteella 1,3 miljoonasta arvo-osuustileistä yli miljoona tiliä on sellaisia, joilla ei ole arvopaperikauppoja vuoden aikana, eikä rajan alittavia omistuksia ole pidettävä sidonnaisuuksien kannalta merkittävänä.¹⁶³ Työryhmän ehdottama 500 osakkeen raja vastaa Ruotsin vastaavaa rajausta, jota voidaan pitää edelleen varsin perusteltuna perusoikeuksien rajoittamisen ja tietosuojan näkökulmasta. Ruotsissa julkiseen osakasluetteloon merkitään hallintarekisteröityjen osakkaiden osalta ainoastaan sellaiset osakkeenomistajat, jotka omistavat yli 500 osaketta. Poikkeuksena tästä ovat sellaiset yhtiöt, joissa ko. osakkeenomistaja omistaa koko osakekannan. Muunlaisena rajauksena voitaisiin käyttää esimerkiksi prosenttiyksikköön perustuvaa raja-arvoa, kuten esimerkiksi liputusvelvollisuuden osalta on tehty. Pörssi-yhtiöiden osakkeiden lukumäärät ovat tyypillisesti suuria, joten 500 osakkeen raja-arvon käyttäminen tarkoittaisi käytännössä prosentuaalisesti erittäin pienten omistusosuuksien julkistamista ja tämä alittaisi tyypillisesti jopa SHRD II:n mahdollistaman 0,5 prosentin rajan.¹⁶⁴

Työryhmän ehdotuksen mukaisesti liikkeeseenlaskijan ja Suomessa toimivan hallintarekisteröinnin hoitajan tai alisäilyttäjän olisi toimitettava tiedot Patentti- ja rekisterihallituksen ylläpitämään rekisteriin. Tämä tarkoittaisi sitä, että liikkeeseenlaskija toimittaa rekisteriin osakasluettelon ja hallintarekisteröinnin hoitaja tai säilyttäjä tiedot hallintarekisteröidyistä osakkeista.¹⁶⁵ Järkevämpää olisi kuitenkin asettaa pääasiallinen rekisteröintivastuu liikkeeseenlaskijalle itselleen siten, että kaikki Suomessa rekisteröidyt yhtiöt, joiden liikkeeseen laskema osake tai vastaava osuus on kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla joko kotimaassa tai muussa jäsenvaltiossa, olisivat velvollisia toimittamaan osakastietonsa PRH:n ylläpitämään rekisteriin neljä kertaa vuodessa. Osakastietojen tulisi sisältää myös tiedot niistä osakkeenomistajista, jotka omistavat yli 500 osaketta ja joiden sijaan osakasluetteloon on merkitty hallintarekisteröinnin hoitaja. Vaihtoehtoisesti raja voitaisiin asettaa esimerkiksi 0,5 prosenttiin omistuksesta, jolloin rekisteröitävien omistajien määrä olisi lähtökohtaisesti pienempi päätellen listayhtiöiden varsin suurista osakemääristä.

¹⁶² Rajausta on kannattanut muun muassa Pörssisäätiö, joka on toisaalta korostanut myös läpinäkyvyyden tarvetta, ks. lausunto: https://api.hankeikkuna.fi/asiakirjat/4fd7cb6b-dc48-4b5e-9215-c70f6fda237d/ddefe141-4459-4d04-81ed-ae1eb5a65946/LAUSUNTO_20140818061500.PDF.

¹⁶³ Valtiovarainministeriö 2014, s. 6.

¹⁶⁴ Esimerkiksi osakkeiden lukumäärät kaupparekisteritietojen per 16.5.2023 mukaan: Kesko Oyj 400.079.008, Kemira Oyj 155.342.557, Orion Oyj 141.134.278, Savosolar Oyj 800.102.141.

¹⁶⁵ Valtiovarainministeriö 2014, s. 6.

Velvollisuus voitaisiin teoriassa ulottaa vastaavalla tavalla koskemaan Suomessa rekisteröityjä liikkeeseenlaskijoita, joiden osake tai muu osuus on kaupankäynnin kohteena monenkeskisellä kauppapaikalla. Monenkeskisellä kauppapaikalla toimivien liikkeeseenlaskijoiden osalta haasteita aiheuttaisivat kuitenkin erityisesti tiedonsaantimahdollisuudet ja kustannus- sekä hallintotaakan perusteltavuus. Kun otetaan huomioon merkittävät erot hallintarekisteröinnin ja ulkomaalaisomistuksen määrissä päälistayhtiöiden ja First North -yhtiöiden välillä ja etenkin tällaisen omistuksen pienet määrät First North -yhtiöissä, näyttäisi velvoitteen ulottaminen pelkkiin säännellyllä markkinalla toimiviin liikkeeseenlaskijoihin olevan perusteltua.

Vastuu tietojen toimittamisesta julkiseen omistajarekisteriin olisi suoraan suomalaisella liikkeeseenlaskijalla, jolla on (säännellyllä markkinalla toimiessaan) myös mahdollisuus saada osakkaiden tiedot hallintaketjulta SHRD II -direktiivin ja sen kansallisen täytäntöönpanon nojalla. Lisäksi AOJSL:n 4 luvun 4 §:n mukaan hallintarekisteröinnin hoitajan on pyynnöstä ilmoitettava Finanssivalvonnalle arvo-osuuksien todellisen omistajan nimi, jos se on tiedossa, ja se, kuinka monta arvo-osuutta omistajalla on. Jollei arvo-osuuksien todellisen omistajan nimi ole tiedossa, hallintarekisteröinnin hoitajan on annettava vastaavat tiedot omistajan puolesta toimivasta asiamiehestä. Tiedot 3 §:n 1 momentissa tarkoitetuista arvo-osuuksista on pyynnöstä annettava myös liikkeeseenlaskijalle. Lain 3 §:n 1 momentissa mainittuja arvo-osuuksia ovat osake, muu osuus yhteisön omaan pääomaan ja siihen liittyvä osinko-, korko- tai muu tuotto-oikeus taikka merkintäoikeus. Näin ollen liikkeeseenlaskijalla olisi mahdollisuus saada tiedot myös hallintarekisteröidyistä osakkaista.

Rekisteröintivelvollisuuden kohdistaminen suomalaiselle liikkeeseenlaskijalle olisi perusteltua siitä syystä, että moniportaisessa järjestelmässä liikkeeseenlaskija saattaa olla ainoa Suomessa sijaitseva taho, johon velvoite voidaan tehokkaasti kansallisella lainsäädännöllä ulottaa. Liikkeeseenlaskijoilla on vapaus valita ulkomainen arvopaperikeskus ja arvopaperit voidaan yhtiön kotivaltion sijaan laskea liikkeelle toisessa EU:n jäsenvaltiossa. Asettamalla rekisteröintivelvoite liikkeeseenlaskijalle itselleen voitaisiin rekisterissä ylläpitää tietoja myös muualla listattujen suomalaisyhtiöiden omistuksista. EU-sääntely ja kansallisen lain soveltamamahdollisuudet mahdollistaisivat velvoitteen ulottamiseen teoriassa myös Suomessa toimivaan arvopaperikeskukseen ja mahdollisesti suomalaisiin tilinhoitajiin ja säilyttäjiin, mutta tällöin tiedot voitaisiin saada vain Suomessa liikkeeseen lasketuista osakkeista.

Liikkeeseenlaskijan velvollisuuden lisäksi ja työryhmän ehdotusta vastaavalla tavalla osakkeenomistajalla itsellään olisi velvollisuus huolehtia siitä, että omistustiedot on merkitty rekisteriin oikein. Käytännössä osakkeenomistaja voisi sopimusperusteisesti siirtää tämän tehtävän esimerkiksi hallintarekisteröinnin hoitajalle.

Tiedot merkittäisiin rekisteriin liikkeeseenlaskijakohtaisesti. Korkein mahdollinen läpinäkyvyysaste voitaisiin saavuttaa, mikäli liikkeeseenlaskijakohtaiset tiedot voitaisiin lajitella myös osakkeenomistajakohtaisesti siten, että järjestelmästä olisi suoraan saatavilla tiedot kaikista yhden sijoittajan omistamista osakkeista. Tämä voisi olla hyödyllistä erityisesti mahdollisten lähipiiritoimien, sisäpiiritiedon ja eri liikkeeseenlaskijoihin liittyvien yhteyksien ja määräysvaltasuhteiden tunnistamisen kannalta. Tietyn osakkeenomistajan omistusten listaaminen on kuitenkin erittäin kyseenalaista osakkeenomistajan yksityisyydensuojan kannalta. Lisäksi lähipiiritoimia,

sisäpiirikauppoja ja muita määräysvallan käyttötilanteita pyritään jo kontrolloimaan muilla keinoilla. Tämän johdosta tämän lajittelutavan mahdollistuessa olisi erityisen tärkeää harkita, onko ehdotettu 500 osakkeen tai 0,5 % raja riittävä turvaamaan sijoittajien yksityisyyden siltä osin, kun tätä ei voida perustella riittävällä tavalla yleisjulkisuudella tavoiteltavilla oikeushyvillä. Lisäksi on hyvä huomioida se, että vaikka järjestelmä itsessään ei mahdollistaisi osakaskohtaista lajittelutapaa, lienee todennäköistä, että jokin yleisöön kuuluva taho voisi kehittää tällaista tietoa hankkivaa teknologiaa. Käytännössä tietojen asettaminen tällaiseen julkiseen rekisteriin siis altistaisi kaikki rekisteröidyt osakkeenomistajat sille, että kolmannet voivat saada heidän sijoitusportfolioistaan varsin kattavia tietoja.

Työryhmä on esittänyt lisäksi, että poliittisesti vaikutusvaltaisessa asemassa olevat henkilöt eivät voisi hallintarekisteröidä arvo-osuuksiaan ja siten näiden henkilöiden omistukset olisivat päivätasoisesti julkisia.¹⁶⁶ Käytännössä tämä tarkoittaisi nykymallissa suomalaisia sijoittajia koskevan hallintarekisteröintikiellon ulottamista myös tiettyihin ulkomaalaisiin sijoittajiin ja edellyttäisi sitä, että hallintaketjussa lähimpänä sijoittajaa olevan tilinhoitajan tulisi välittää tieto sijoittajan statuksesta eteenpäin ketjussa. Tämän tiedon tulisi välittyä ketjua pitkin aina liikkeeseenlaskijalle asti, sillä liikkeeseenlaskijat eivät itse lähtökohtaisesti ole velvollisia tutkimaan tietyn henkilön omistusstatuksen perusteella sitä, onko osakkeenomistaja poliittisesti vaikutusvaltainen henkilö.

Tämän selvityksen perusteella on katsottu, että hallintarekisteröintikiellon ulottaminen ulkomaalaisiin sijoittajiin olisi APK-asetuksen vastaista, sillä asetuksen lähtökohtainen edellytys on se, että arvo-osuustilien asetuksen poikkeussäännös mahdollistaa ainoastaan sen voimaantuloajankohtana voimassa olleen hallintarekisteröintikiellon säilyttämisen ja ulottamisen koskemaan jäsenvaltion omia kansalaisia ja asukkaita. Lisäksi poliittisesti vaikutusvaltaisiin henkilöihin kohdistuu jo nykyisen lainsäädännön puitteissa erityisiä rahanpesulain mukaisia valvonta- ja tunnistusmenettelyitä. Näiden seikkojen valossa hallintarekisteröintikiellon laajentamista koskemaan poliittisesti vaikutusvaltaisia henkilöitä ei tämän selvityksen pohjalta pidetä toteuttamiskelpoisena tai tarkoituksenmukaisena keinona läpinäkyvyyden lisäämiseksi.

4.3.2. Vaihtoehtoon liittyvät rajoitukset ja rasitteet

Kuten edellä on kuvattu, tiedot tulisi toimittaa Patentti- ja rekisterihallitukselle neljä kertaa vuodessa. Kolmen kuukauden päivitysväli on perusteltua paitsi liikkeeseenlaskijoiden hallinnollisen taakan vuoksi, myös rekisterinpitäjän liiallisen kuormittamisen ja tästä syntyvän aliresursoinnin sekä arvopaperikaupankäynnin luonteen näkökulmista. Toimitusvelvollisuudet voitaisiin sitoa esimerkiksi yhtiöiden osavuositilauksien ja muun taloudellisen informaation julkaisuajankohtiin.

Arvopaperikaupankäynnin keskeinen piirre on päiväkohtaisuus, joka on korostunut entisestään arvopaperikaupankäynnin sähköistymisen myötä. Sijoittajien omistuosuudet ja omistuksen kohteet vaihtelevat nopeasti ja päiväkohtaiset erot voivat olla merkittäviä. Vaikka vastuu rekisteröinnistä olisi liikkeeseenlaskijalla, on ajantasainen tieto kaikista Suomessa liikkeeseen laskettujen arvo-osuuksien kaupoista ja omistuksista käytännössä vain arvopaperikeskuksella, jonka ylläpitämässä arvo-osuusrekisterissä olevien arvo-

¹⁶⁶ Valtiovarainministeriö 2014, s. 8.

osuustilien välillä arvopaperin kauppaa seuraava toimitus tapahtuu. Arvopaperikeskuksella ei kuitenkaan välttämättä ole päivittäistä ajantasaista tietoa hallintarekisteröityjen omistusten hallintaketjuun kuuluvista osapuolista lukuun ottamatta arvopaperikeskusta lähinnä olevaa hallintarekisteröinnin hoitajaa.

Vaikka arvopaperikeskuksella olisi kenties nykysäätelyn valossa mahdollisuus saada tiedot hallintaketjusta, lienee asianmukaista todeta, että kaikki arvo-osuusjärjestelmään kuuluvia liikkeeseenlaskijoita koskevien tietojen päivittäinen kerääminen ja etenkin tietojen toimitus liikkeeseenlaskijalle ja/tai suoraan PRH:lle aiheuttaisi arvopaperikeskukselle merkittäviä kustannusvaikutuksia muun muassa henkilöresurssien lisääntyneen tarpeen ja vaadittujen järjestelmämuutosten vuoksi. Koska kyseessä olisi päivittäin toistuva toimintamalli, eivät kustannukset olisi kertaluontoisia, vaan jatkuvasti arvopaperikeskusta rasittavia. Tämä olisi omiaan heikentämään Suomen arvopaperikeskuksen toimintakykyä.¹⁶⁷ Oletettavasti toimintakustannusten nousu jyvittyisi tilinhoitajien toimintaan ja tätä kautta sijoittajille tarjottavien palveluiden hintoihin, millä voisi olla vaikutusta Suomen arvopaperimarkkinoiden houkuttelevuuteen ja kilpailukykyyn kokonaisuudessaan. Päivittäisen tiedon saanti on lisäksi rajattua, sillä ulkomaisilla tilanhoitajilla ja säilyttäjillä ei lähtökohtaisesti ole velvollisuutta toimia Suomen kansallisen lainsäädännön mukaisesti, eikä tietojen toimittamisen määräaikaakaan voida näin asettaa tehokkaasti koskemaan hallintaketjun osapuolia. Tämä koskee myös liikkeeseenlaskijan tiedonsaantioikeutta.

Tietojen päivittäinen rekisteröinti aiheuttaisi myös merkittäviä vaikutuksia PRH:n toimintaan. Käytännössä asian tehokas järjestäminen edellyttäisi järjestelmää tai sähköistä tiedonvälityspalvelua, jolla omistajatiedot saataisiin välitettyä sähköisesti suoraan arvopaperikeskuksesta PRH:n ylläpitämään julkiseen rekisteriin ilman manuaalisia rekisteröintitoimenpiteitä, sillä päivittäin toteutettavat manuaaliset rekisteröintitoimenpiteet olisivat niiden toteuttajasta (liikkeeseenlaskija, arvopaperikeskus tai PRH) riippumatta niin mittavia, ettei niitä olisi käytännössä mahdollista toteuttaa. Lisäksi tieto tulisi välittää suoraan arvopaperikeskukselta PRH:lle, sillä tiedon välitysketjuna osakasluetteloita ylläpitävältä arvopaperikeskukselta liikkeeseenlaskijalle ja tästä edelleen PRH:lle lisäisi tarpeettomasti välitysketjuun yhden osapuolen, mikä kerryttäisi jälleen lisää kustannuksia ja hallinnollista työtä. Edelleen arvopaperikeskuksen ja/tai liikkeeseenlaskijan tulisi kuitenkin selvittää hallintarekisteröityjen omistusten hallintaketjuun kuuluvat tahot päivittäin, mikä olisi edellä kuvatulla tavalla varsin ongelmallista.

Edellä selostetuista perusteista on selvää, että päivittäisen tiedon saattaminen julkiseen rekisteriin on käytännössä mahdotonta tai vähintäänkin erittäin haastavaa ja kustannuksiltaan tarpeettoman korkeat mittasuhteet saavuttavaa suhteessa kaikista kriittisimpiinkin harmaata taloutta koskeviin arvioihin (300–600 milj. euron verotulo¹⁶⁸). Näin ollen ratkaisun toteutuskelpoisuus edellyttää sitä, että tiedot rekisteröidään pidemmällä väliajoilla. Tiedot eivät tällöin ole kaikilta osin ajantasaisia, vaan kuvaavat omistusrakennetta ko. ajankohtana. Yleisöjulkisuuden perusteeksi määriteltyjä tavoitteita,

¹⁶⁷ Ks. arvopaperikeskukselle APK-asetuksen kansallisen täytäntöönpanon yhteydessä ehdotetusta mallista aiheutuvasta manuaalisesta työstä esim. Yli-Jaakkolan eriyvä mielipide, Valtiovarainministeriö 2015.

¹⁶⁸ Ks. Hirvonen ym. 2010., jonka tiedot vaikuttavat kuitenkin jo vanhentuneilta. Tilanne on verovalvonnan osalta parantunut huomattavasti ja menetyksiä ei tästä johtuen voida pitää edes näin suurina.

väärinkäytösten ja harmaan talouden ehkäisyä, toteutetaan ensisijaisesti muilla jatkuvaisuusluonteisilla keinoilla, kuten viranomaisvalvonnalla. Näin ollen ratkaisun tavoitteiden näkökulmastakaan ei liene merkittävää eroa sillä, rekisteröidäänkö tiedot kuukausittain vai neljännesvuosittain. Neljännesvuosittain (kuten myös esimerkiksi kuukausittain) tehtävät rekisteröinnit ovat kuitenkin ristiriidassa selvityksen kohdassa 2.4.2 kuvatun tietosuojasääntelyyn liittyvän täsmällisyysvaatimuksen kanssa. Täsmällisyysvaatimus edellyttää, että rekisteröitävien henkilötietojen tulee olla ajantasaisia ja virheettömiä. Tämä ei ehdotetussa mallissa toteudu siltä osin kuin omistusrakenne muuttuu rekisteröintihetkien välillä ja ratkaisua voidaan pitää näin joiltain osin tietosuojasääntelyn vastaisena. Tähän liittyen työryhmä oli ehdottanut, että osakkeenomistajalla olisi vastuu tarkistaa omien tietojensa asianmukainen merkitseminen.¹⁶⁹ Tällaisen velvoitteen ulottaminen ulkomaisiin sijoittajiin lienee kuitenkin varsin tehotonta ja muutoinkin epätarkoituksenmukaista.

Kansallinen tietosuojavaltuutettu on lausunut osakerekisteriä koskevasta ehdotuksesta 13.8.2014. Tietosuojavaltuutetun lausunnossa esittämän kannan mukaisesti julkisuuden tehostaminen voi johtaa siihen, että yksittäisen henkilön omistukset eri yhtiöissä voivat olla hakukoneiden avulla yleisesti saatavilla. Vaikka tietyn henkilön osakeomistuksen kokonaiskuva voi olla jossain tapauksessa merkityksellinen arvioitaessa henkilön toimintaa ja vaikutusvaltaa talouselämässä, tulisi tällaiset tapaukset tarkemmin selvittää eikä osakasluetteloita tulisi julkaista tietoverkossa siten, että yksittäisen omistajan omistukset eri yhtiöissä olisi yleisesti saatavilla, koska tällaista henkilöllistä tietojen yhdistämistä tai sen mahdollisuutta, ei voida pitää yhteensopivana yksittäisiä yhtiöitä koskevan yleisjulkisuus -tarkoituksen kanssa. Sama koskee myös julkisen rekisterin perustamista.¹⁷⁰

Tietosuojasääntelyn lisäksi SHRD II -muutosdirektiivin mukaisella kyselyoikeudella saatujen tietojen käyttö on kohdassa 2.1.3 esitetyllä tavalla kyseenalaista. SHRD II:n ja sen edeltäjän (Euroopan Parlamentin ja Neuvoston direktiivi 2007/36/EY) tarkoituksena on edistää osakkeenomistajien oikeuksien toteutumista ja osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta. SHRD II:n perusteluosiossa on moniportaisten säilytysketjujen osalta todettu nimenomaisesti, että julkisesti noteerattujen yhtiöiden osakkeita omistetaan usein monimutkaisen välittäjien muodostaman ketjun välityksellä, mikä vaikeuttaa osakkeenomistajien oikeuksien käyttöä ja voi estää osakkeenomistajavaikuttamisen. Yhtiöillä ei ole useinkaan mahdollisuutta tunnistaa osakkeenomistajiaan. Se, että osakkeenomistajat tunnistetaan, on ennakoedellytys osakkeenomistajien ja yhtiön väliselle suoralle yhteydenpidolle ja täten keskeisen tärkeää osakkeenomistajien oikeuksien käytön ja osakkeenomistajavaikuttamisen helpottamiseksi. Erityisen tärkeää tämä on rajat ylittävissä tilanteissa ja käytettäessä sähköisiä välineitä. Julkisesti noteeratuilla yhtiöillä olisi näin ollen oltava oikeus tunnistaa osakkeenomistajansa voidakseen olla näihin suoraan yhteydessä. Välittäjillä olisi oltava velvollisuus ilmoittaa yhtiölle tämän pyynnöstä osakkeenomistajan tunnistetiedot.¹⁷¹ Liikkeeseenlaskijan oikeus tunnistaa osakkeenomistajansa on linkitetty suoraan osakkeenomistajien oikeuksien

¹⁶⁹ Valtiovarainministeriö 2014, s. 41.

¹⁷⁰ Tietosuojavaltuutetun toimisto: Lausunto arvopaperikeskusasetuksen täytäntöönpanon valmistelusta, Dnro 1748/03/2014, s. 4-5.

¹⁷¹ SHRD II perustelut kohta 4 ja 5.

käyttöön, jolla ei lähtökohtaisesti ole suoraa liittymäkohtaa tietojen julkistamiseen. Tietojen käyttöä yleisöjulkisessa rekisterissä ei näin voida aukottomasti perustella direktiivin tarkoitukseen liittyvillä näkökulmilla, mikä on osaltaan kyseenalaista esimerkiksi tietosuojasääntelyn sisältämän käyttötarkoitussidonnaisuuden näkökulmasta.¹⁷²

Liikkeeseenlaskijan kyselyoikeus koskee vain säännellyllä markkinalla toimivia liikkeeseenlaskijoita, joten First North -yhtiöiden osalta hallintarekisteröityjen osakkeiden omistustiedot tulisi selvittää muuta juridista keinoa käyttäen. Vaihtoehtoisesti monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä toimivat liikkeeseenlaskijat voitaisiin yllä esitetyn mukaisesti jättää kokonaan pois rekisteröintivelvoitteen piiristä. Monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän perusajatuksena on toimia vähemmän säänneltynä kauppapaikkana kasvuyhtiöille ja muille sellaisille yrityksille, joille säännellyllä markkinalla toimiminen on vielä liian aikaista tai joiden resurssit eivät vielä riitä varmistamaan säännellyn markkinan varsin raskaiden erityisvelvoitteiden noudattamista. Näin ollen tämä ratkaisu lienee perusteltavissa.

Ratkaisumallin mukaisesti tietojen rekisteröintivelvoite asetettaisiin liikkeeseenlaskijoille, jotka toimittaisivat tiedot PRH:lle rekisteröitäväksi. Käytännössä liikkeeseenlaskijan velvoite voitaisiin sisällyttää esimerkiksi osakeyhtiölakiin. On kuitenkin huomioitava, että myös ulkomailla rekisteröidyt liikkeeseenlaskijat voivat laskea liikkeelle rahoitusinstrumentteja Suomessa. Osakeyhtiölaki ei lähtökohtaisesti koske tällaisia vieraassa valtiossa rekisteröityjä tahoja. Mikäli yleisöjulkisuuden halutaan kattavaan kaikki Suomessa julkisen kaupankäynnin kohteena olevat osakkeet tai muut arvopaperit, tulisi velvoite lisätä arvopaperimarkkinalakiin ja kytkeä arvopaperien liikkeeseenlaskuun Suomessa. Tällaisella toimenpiteellä saattaisi kuitenkin olla negatiivisia vaikutuksia Suomen kilpailukykyyn ja markkinoiden houkuttelevuuteen.

4.3.3. Vaikutus tietojen saatavuuteen

Teoreettisesti ratkaisumalli voisi saattaa hallintarekisteröityjen osakkeiden omistustiedot kaikkien saataville. Käytännössä lienee kuitenkin todennäköistä, että osa omistuksista jäisi edelleen tuntemattomaksi liikkeeseenlaskijoille ja näin ollen rekisteröimättä etenkin siltä osin, kun hallintarekisteröityjen osakkeiden hallintaketjuun kuuluu EU-alueen ulkopuolisia säilyttäjiä. On mahdollista, että tällaiset ulkomaiset säilyttäjät kieltäytyisivät toimittamasta osakastietoja vedoten siihen, ettei EU:n sääntely tai Suomen kansallinen laki koske ko. tahoja, eikä vastaavaa velvollisuutta sisälly kyseisten toimijoiden kotimaan kansalliseen lakiin.

Yksityisyyden suojaan liittyvän perustelutarpeen vuoksi julkistettavat tiedot rajattaisiin Ruotsin mallin mukaisesti vain niihin hallintarekisteröityihin omistuksiin, joissa osakkeenomistaja omistaa yli 500 osaketta tai muuta arvo-osuutta tai esimerkiksi 0,5 % koko osakekannasta. Näin ollen täydelliset osakastiedot eivät olisi yleisön saatavilla. Osakastiedot kattaisivat lisäksi ainoastaan hallintaketjun päässä olevan osakkeenomistajan, joka voi olla joko luonnollinen henkilö tai oikeushenkilö. Tämä tarkoittaa, että osakkeenomistajan ollessa oikeushenkilö jäisivät tällaisen omistajatahon

¹⁷² Henkilötietojen käsittelyn tarkoitus on yksilöitävä, dokumentoitava ja kerrottava rekisteröidyille. Käyttötarkoituksen määrittäminen auttaa rekisteröityä ymmärtämään, mihin hänen tietojensa tarvitaan arvioimaan käyttötarkoituksen asianmukaisuutta päättämään, haluaako hän vaikuttaa henkilötietojensa käsittelyyn käyttämällä tietosuojaoikeuksiaan. Ks. esim. <https://tietosuoja.fi/kayttotarkoitussidonnaisuus>.

tosiasialliset edunsaajat edelleen yleisölle tuntemattomiksi. Suomen osakeyhtiölain mukaisen osakasluetteloiden julkisuusperiaatteen¹⁷³ nojalla yleisön on mahdollista saada tiedot pörssilistatun yhtiön oikeushenkilöosakkaan osakkeenomistajista, mutta ulkomaisten oikeushenkilöiden osalta tietojen saanti on haastavampaa ja joissain tapauksissa jopa mahdotonta.

Käytännössä rekisteröivät tiedot perustuisivat arvopaperikeskuksen ja hallintarekisteröintien hoitajien liikkeeseenlaskijalle toimittamaan tietoon. Liikkeeseenlaskijat voisivat verrata tietoja esimerkiksi tilapäistä osakasluetteloa varten kerättyihin tietoihin, mutta käytännössä mahdollisuudet tiedon tarkastamiseksi olisivat rajalliset etenkin ulkomaalaisten hallintarekisteröityjen osakkeiden osalta. Tietojen luotettavuutta ei näin ollen pystyttäisi täysin takaamaan.

Kuten edellä on esitetty, tiedot kerättäisiin neljä kertaa vuodessa. Näin ollen tiedot eivät olisi täysin ajankohtaisia, eikä täysin oikea ja ajankohtainen tieto hallintarekisteröityjen arvo-osuuksien omistajista ei edelleenkään olisi yleisön saatavilla.

KPMG:n näkemyksen mukaan ehdotettu vaihtoehto ei muuttaisi tai parantaisi tietojen yleisöjulkisuuden tai myöskään viranomaisjulkisuuden tasoa merkittävästi. Edellä kohdassa 2.2 selostetulla tavalla veroviranomaisella on lakisääteinen oikeus saada kaikki verotuksen toimittamiseksi tarvittavat tiedot paitsi verovelvolliselta itseltään, myös kolmansilta osapuolilta. Verohallinnolle on näin ollen mahdollistettu kohtuullisen hyvä pääsy kuvattuihin tietojoukkoihin jo nykylainsäädännön puitteissa. Lisäksi hallintarekisteröinnin hoitajan on arvo-osuusjärjestelmästä annetun lain mukaisesti pyynnöstä ilmoitettava Finanssivalvonnalle arvo-osuuksien todellisen omistajan nimi, jos se on tiedossa, ja se, kuinka monta arvo-osuutta omistajalla on. Jollei arvo-osuuksien todellisen omistajan nimi ole tiedossa, hallintarekisteröinnin hoitajan on annettava vastaavat tiedot omistajan puolesta toimivasta asiamiehestä. Yleisöjulkisuuden näkökulmasta tuntemattomaksi jäisi edelleen kohtuullisen suuri joukko osakkeenomistajia. Julkiset tiedot eivät vastaisi ajantasaista tilannetta, eikä niiden luotettavuutta voitaisi taata. Ehdotetulla vaihtoehdolla ei vaikuttaisi sen puutteet huomioiden olevan sellaista uutta harmaata taloutta, rahanpesua ja muita väärinkäytöksiä ehkäisevää vaikutusta, jolla siitä aiheutuvia kustannuksia, yksityisyyden suojan heikkenemistä ja kilpailukyvyille mahdollisesti aiheutuvaa haittaa voitaisiin perustella.

4.3.4. Arvioidut kustannusvaikutukset

Liikkeeseenlaskijan kyselyoikeuden käyttämisestä aiheutuvat kustannukset tulisivat lähtökohtaisesti liikkeeseenlaskijan itsensä maksettavaksi. Kun rekisteröintivelvoite asetettaisiin liikkeeseenlaskijalle, tulisivat myös rekisteröintikustannukset (PRH-maksut) liikkeeseenlaskijan maksettavaksi. Näitä kustannuksia voitaneen kuitenkin pitää kohtuullisena edellyttäen, että tietojen keräys ja rekisteröinti tapahtuisi korkeintaan neljä kertaa vuodessa.

Samana edellytyksenä vallitessa voidaan pitää todennäköisenä, että hallinnollista työtä hoitaisivat liikkeeseenlaskijan palveluksessa jo valmiiksi olevat henkilöt, kuten liikkeeseenlaskijan hallintohenkilökunta. Neljä kertaa vuodessa kerättävien ja

¹⁷³ OYL 3:17, jonka mukaan osakasluettelo on pidettävä jokaisen nähtävänä yhtiön pääkonttorissa. Arvo-osuusjärjestelmään kuuluvan yhtiön osakasluettelo voidaan kuitenkin pitää jokaisen nähtävänä arvopaperikeskuksen toimipaikassa Suomessa. Jokaisella on oikeus kulut korvattuaan saada jäljennös osakasluettelosta tai sen osasta.

rekisteröitäväksi ilmoitettavien tietojen ei oleteta vaativan sellaista työmäärää, joka edellyttäisi liikkeeseenlaskijalta lisäinvestointeja uusien työntekijöiden muodossa. Tässä voi kuitenkin olla merkittäviä yhtiökohtaisia eroja ja työtaakka on luonnollisesti raskaampi sellaisten yhtiöiden osalta, joilla suurempi osa osakekannasta on ulkomaisten ja hallintarekisteröityjen osakkaiden omistuksessa.

Rekisterin perustaminen ja ylläpito aiheuttaisi kustannuksia myös Patentti- ja rekisterihallitukselle. Toisaalta kustannuksia voitaisiin mahdollisesti minimoida hyödyntämällä rekisterin perustamisessa ja rekisteröintitoimenpiteissä jo olemassa olevia järjestelmiä, kuten sähköistä YTJ-palvelua ja luopumalla kokonaan manuaalisesta rekisteröinti-ilmoitusten käsittelystä. Sähköisten järjestelmien muuttaminen kyseessä olevan rekisterin ylläpitoon soveltuvaksi sekä niiden jatkuva ylläpito, huolto ja optimoiminen vaativat kuitenkin merkittävän määrän investointeja, joita ei todennäköisesti voida täysin vyyryttää liikkeeseenlaskijoilta perittäviin rekisteröintimaksuihin. Lisäksi lisääntyvä rekisteri-ilmoitusten määrä luultavasti edellyttäisi nykyistä enemmän henkilöresursseja, vaikka omistajatietojen rekisteröinti olisikin pitkälle automatisoitua. Ilman lisäresursseja Patentti- ja rekisterihallituksen käsittelyajat venyisivät entisestään.

Esitetystä vaihtoehdosta sijoittajille aiheutuvat kustannukset olisivat pääsääntöisesti välillisiä. Lienee todennäköistä, että hallintaketjun osapuolille kertyvät kulut tietojen välittämisestä ja keräämisestä allokoitaisiin lopulta sijoittajan maksettavaksi ainakin siltä osin, kun ne eivät sisälly suoraan liikkeeseenlaskijan maksuvelvollisuuteen tai hallintaketju ei muutoin pystyisi perimään kuluja suoraan liikkeeseenlaskijalta. Voidaan olettaa, että tällaiset kustannukset sisällytettäisiin suoraan säilytyspalkkioihin tai muihin säilytys- ja välityssopimusten mukaisiin maksuihin.

4.3.5. Vaikutukset markkinoihin ja yhteiskuntaan

Arvopaperimarkkinoita koskevasta yksityiskohtaisesta EU-sääntelystä huolimatta kansallisella arvopaperimarkkinalainsäädännöllä on edelleen tärkeä merkitys kilpailukyvyille. Yhteiseen sääntelyyn perustuvat yhteismarkkinat ovat tarjonneet suhteellisen pienille kansallisille markkinoille mahdollisuuksia, mutta ne luovat samalla koko ajan lisää kilpailupaineita. Tästä näkökulmasta tarkasteltuna kansallisiin sääntelyratkaisuihin sisältyvät poikkeukset keskeisten EU:n jäsenvaltioiden sääntelystä ovat tyypillisesti markkinoiden toiminnan kannalta kilpailukykyä heikentäviä.¹⁷⁴

Säännellyllä markkinalla liikkeeseen laskettuihin rahoitusinstrumentteihin sijoittavien sijoittajatahojen osalta omistus tulee julkiseksi tyypillisesti koko EU-markkinaa koskevan liputussääntelyn kautta. Näin ollen merkittävällä osakkeenomistajilla ei ole käytännössä mahdollisuutta piilottaa omistustaan edes moniportaisen järjestelmän avulla tai pysyä täysin tuntemattomana. Alle viiden prosenttiyksikön osuuksia omistavien osakkaiden intresseissä voi kuitenkin olla se, etteivät tiedot omistuksista ole julkisia, sillä etenkin korkeamman rikollisuusasteen valtioissa omistusten julkisuus ja tätä kautta rikollisten saama tieto oikeushenkilön tai luonnollisen henkilön omaisuuden laadusta ja määrästä voi altistaa sijoittajat erilaisille rikoksille, kuten tietomurroille ja varkauksille. Ehdotuksen mukaisesti omistusten julkisuus koskisi ainoastaan yli 500 osaketta tai 0,5 % osakekannasta omistavia tahoja, jolloin yleisöjulkisuuden piiriin tulisi myös alle viisi

¹⁷⁴ Ks. aiheesta esim. HE 32/2012, s.9.

prosenttia omistavien osakkeenomistajien tietoja. Tämän voidaan lähtökohtaisesti olettaa vaikuttavan negatiivisesti ulkomaisten sijoittajien halukkuuteen sijoittaa varoja Suomen markkinoilla heikentäen näin ollen osakkeiden kaupankäyntivolyymia. Samalla ulkomaalaisomistuksen vähentyessä suomalaisyhtiöiden mahdollisuudet saada rahoitusta esimerkiksi suunnatuilla anneilla voivat heikentyä. Toisaalta lisääntyneellä läpinäkyvyydellä voi joitain osin olla myös päinvastaisia vaikutuksia, kun sijoittajilla on mahdollisuus saada sijoituspäätöksensä tueksi enemmän tietoja muista osakkaista. Ulkomaalaisomistuksen kokonaismäärän näkökulmasta riski negatiivisista vaikutuksista lienee kuitenkin merkittävä.

Ehdotettujen rajojen osalta on myös syytä huomata, että 500 osakkeesta tai 0,5 prosentin osuudesta koostuvan omistuksen arvo voi vaihdella yhtiön osakkeen arvon perusteella huomattavasti. Käytännössä on mahdollista, että myös arvoltaan tarpeettoman pieniä ja siksi merkityksettömiä omistusosuuksia julkistettaisiin.

Ulkomaisten sijoittajien lisäksi kansainvälisessä kontekstissa poikkeavan tiukoilla läpinäkyvyysvaatimuksilla voi olla negatiivinen vaikutus ulkomaisten säilytysyhteisöjen, välittäjien ja tilinhoitajien halukkuuteen toimia Suomen markkinoilla. Pyrkimys saattaa ulkomaisten omistajien hallintarekisteröityjen osakkeiden tietoja julkisesti saataville lisää etenkin moniportaisen ketjun väliportaissa työtaakkaa konkreettisen tietojen tarkistamisen, toimittamisen ja välittämisen kautta, mutta myös mahdollisen epävarmuuden ja juridisen tilanteen selvitystarpeen vuoksi. Hallinnointiketjun osapuolet voivat suhtautua tietojen toimittamiseen epäilevästi esimerkiksi voimassa olevan tietosuojasääntelyn ja siihen liittyvien veloitteiden rikkomisen pelossa.

APK-asetuksen mukaisesti liikkeeseenlaskijat voivat vapaasti valita EU-alueella käyttämänsä arvopaperikeskuksen kotivaltioistaan riippumatta ja yhtiön valintaoikeutta rajoittavat toimenpiteet tulkittaisiin todennäköisesti APK-asetuksen vastaiseksi.¹⁷⁵ Toisissa jäsenvaltioissa toimivat arvopaperikeskukset eivät ole velvollisia noudattamaan Suomen kansallista lainsäädäntöä tai siihen sisältyvää osakasluettelon julkisuusperiaatetta, vaan toimivat lähtökohtaisesti omassa valtiossaan käytössä olevien oikeusnormien mukaisesti. Koska ehdotuksen mukainen tietojen rekisteröintivelvoite olisi kohdistettu ensisijaisesti liikkeeseenlaskijaan, ei Suomessa rekisteröity liikkeeseenlaskija voisi välttää tätä velvollisuutta käyttämällä ulkomaista arvopaperikeskusta. EU-sääntelyyn nähden poikkeuksellisen läpinäkyvyyden tason aiheuttama epävarmuus voisi kuitenkin vähentää muihin jäsenvaltioihin sijoittautuneiden arvopaperikeskusten halukkuutta tarjota palveluita suomalaiselle yhtiölle. Kieltäytymisen tulisi kuitenkin olla aina perusteltua APK-asetuksen edellyttämällä tavalla. APK-asetuksen mukaisesti arvopaperikeskus voi kieltäytyä tarjoamasta palvelujaan liikkeeseenlaskijalle, mutta tällainen kieltäytyminen voi perustua ainoastaan kattavaan riskinarviointiin tai siihen, ettei kyseinen arvopaperikeskus tarjoa palveluja liikkeeseenlaskijan kotivaltion yhtiöoikeuden tai vastaavan lainsäädännön nojalla luotujen arvopapereiden osalta.¹⁷⁶

4.3.6. Yhteenveto

Teoreettisesti ratkaisumalli voisi saattaa hallintarekisteröityjen osakkeiden omistustiedot kaikkien saataville ja lisätä näin läpinäkyvyyden tasoa merkittävästi. Käytännössä lienee

¹⁷⁵ Marjosola 2018, s. 29.

¹⁷⁶ APK-asetus 49 artikla, alakohta 3.

kuitenkin todennäköistä, että osa omistuksista jäisi edelleen tuntemattomaksi liikkeeseenlaskijoille ja näin ollen rekisteröimättä etenkin siltä osin, kun hallintarekisteröityjen osakkeiden hallintaketjuun kuuluu EU-alueen ulkopuolisia säilyttäjiä. Tietojen rekisteröiminen ajantasaisena olisi myöskin käytännössä mahdotonta, mikä johtaisi siihen, ettei tieto olisi arvopaperimarkkinoiden luonteesta ja rekisteröintiviiveestä johtuen oikean sisältöistä. Tämä olisi puolestaan ongelmallista yksityisyyden suojan ja tietosuojasääntelyn näkökulmasta.

KPMG:n näkemyksen mukaan ehdotettu vaihtoehto ei muuttaisi tai parantaisi tietojen yleisjulkisuuden tai myöskään viranomaisjulkisuuden tasoa merkittävästi. Vaihtoehto aiheuttaisi sen sijaan lisää hallinnollista työtä ja kustannuksia. Lisäksi rekisterinpitäjän tulisi tehdä merkittäviä perustamisinvestointeja, vaikka jo olemassa olevia järjestelmiä pystyttäisiin muuttamaan soveltuvaksi esitettyyn tarkoitukseen. On myös todennäköistä, että vaihtoehdon potentiaaliset markkinavaikutukset olisivat negatiivisia.

4.4. Liputusvelvollisuuden rajojen muuttaminen

4.4.1. Vaihtoehdon kuvaus

Yhtenä hallintarekisteröityjen osakkeiden omistuksen läpinäkyvyyttä lisäävänä toimenpiteenä valtiovarainministeriön tarjouspyynnössä on esitetty liputusvelvollisuuden rajojen kansallista muuttamista. Avoimuusdirektiiviin perustuva liputusvelvollisuus on kansallisesti implementoitu arvopaperimarkkinalain 9 lukuun, jonka 5 §:n mukaan osakkeenomistajan on ilmoitettava omistus- ja ääniosuutensa kohdeyhtiölle ja Finanssivalvonnalle (liputusilmoitus), kun osuus saavuttaa tai ylittää taikka vähenee alle 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50 tai 90 prosentin taikka kahden kolmasosan kohdeyhtiön äänimäärästä tai osakkeiden kokonaisuudesta (liputusraja). Kohdeyhtiöllä tarkoitetaan liikkeeseenlaskijaa, jonka osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla.¹⁷⁷ Liputusvelvollisuutta ei näin ollen sovelleta liikkeeseenlaskijoihin, joiden osake tai osuus on kaupankäynnin kohteena monenkeskisellä kauppapaikalla. Liputusilmoitus sisältää osakkeenomistajan ja mahdollisen muun ilmoitusvelvollisen nimet, ilmoitusvelvollisen kotipaikan sekä tiedot omistus- ja ääniosuudesta.

Liputusilmoitus on tehtävä ilman aiheutonta viivytystä, kuitenkin viimeistään seuraavana kaupankäyntipäivänä sen jälkeen, kun osakkeenomistaja sai tietää tai hänen olisi pitänyt tietää tapahtuneesta hankinnasta tai luovutuksesta, mahdollisuudestaan käyttää äänioikeutta tai tehdystä oikeustoimesta, jonka vuoksi hänen omistus- ja ääniosuutensa on muuttunut tai muuttuu oikeustoimen toteutuessa laissa säädetyllä tavalla.¹⁷⁸ Liputusvelvollisuutta sovelletaan sekä osakkeenomistajaan että osakkeenomistajaan rinnastettavaan henkilöön (ilmoitusvelvollinen). Osakkeenomistajaan rinnastetaan arvopaperimarkkinalain 9 luvun mukaisesti muun muassa osakkeenomistajassa määräysvaltaa käyttävä taho. Omistus ja ääniosuutta laskiessa otetaan myös huomioon kaikki osakkeenomistajan määräysvallassa olevien yhteisöjen ja säätiöiden omistukset.¹⁷⁹ Näin ollen liputusvelvollisuuden avulla saatava tieto on varsin kattavaa, eikä velvollisuutta voida lähtökohtaisesti kiertää monimutkaisten omistusketjujen avulla.

¹⁷⁷ AML 9:3

¹⁷⁸ AML 9:9

¹⁷⁹ AML 9:6–7

Kun kohdeyhtiö saa liputusilmoituksen, sen on ilman aiheetonta viivytystä julkistettava liputusilmoituksessa olevat tiedot. Kohdeyhtiöllä ei ole julkistamisvelvollisuutta, ellei osakkeenomistajalla ole ilmoitusvelvollisuutta. Julkistettaessa on myös mainittava, jos kohdeyhtiön tiedossa ei ole kaikkia liputusilmoituksen säädettyjä tietoja. Jos liputusilmoituksessa on lisäksi annettu muita tietoja, nämäkin tiedot on julkistettava samassa yhteydessä.¹⁸⁰ Liputusilmoituksen tiedot on julkistettava siten, että nopea ja tasapuolinen tiedonsaanti voidaan turvata. Liikkeeseenlaskijan on toimitettava tiedot keskeisille tiedotusvälineille sekä asetettava ne saataville liikkeeseenlaskijan internetsivuille.¹⁸¹ Tiedot ovat siten yleisöjulkisia.

Tällä hetkellä tuntemattomiksi jäävien osakkaiden hallintarekisteröidyt omistusuudet ovat tyypillisesti verrattaen pieniä, eikä uusien liputusrajojen säätäminen raja-arvojen yläpäässä olisi näihin kohdistuvan läpinäkyvyystavoitteen kannalta tarpeellista. Myös liputusilmoituksen tekemiselle säädetty aika on jo nyt varsin tiukka, eikä liputusvälienkään muuttaminen vaikuttaisi osakkeenomistajista saataviin tietoihin tarkoituksenmukaisella tavalla. Näin ollen nämä muutokset eivät ole tämän selvityksen kohteena olevan läpinäkyvyystavoitteen kannalta relevantteja. Läpinäkyvyyden lisäämistavoitteen kannalta liputusvelvollisuuden laajentamistarvetta tulisi siten harkita kahdesta eri lähtökohdasta. Ensinnäkin tulisi harkita, onko aiheellista muuttaa liputusvelvollisuuden alarajaa kansallisesti siten, että tieto myös viittä prosenttia pienemmistä prosentuaalisista omistusuuksista tulee julkiseksi. Toisena seikkana tulisi harkita sitä, voidaanko velvollisuus laajentaa koskemaan myös monenkeskisellä kauppapaikalla toimivia yhtiöitä.

Tässä selvityksessä jäljempänä kuvatuilla yksityisyyden suojaan, kustannuksiin ja tarkoituksenmukaisuuteen liittyvillä perusteilla sekä muissa valtioissa käytössä olevien rajojen valossa toteuttamiskelpoisena kuvattuna vaihtoehtona pidetään liputusvelvollisuuden alarajan alentamista kolmeen prosenttiin. Kolmen prosentin alaraja lisittäisiin arvopaperimarkkinalakiin siten, että liputusrajat säilyisivät muutoin ennallaan. Muutoksen myötä osakkeenomistaja olisi velvollinen tekemään liputusilmoituksen ensimmäisen kerran omistusuuden ylittäessä kolmen prosentin rajan ja jälleen sen ylittäessä viiden prosentin rajan. Velvollisuuden laajentamista säännellyn markkinan ulkopuolelle jääviin omistuksiin (erityisesti First North -yhtiöt) ei jäljempänä esitettyjen perustelujen valossa pidetä tarkoituksenmukaisena tai toteuttamiskelpoisena.

4.4.2. Vaihtoehtoon liittyvät rajoitukset ja rasitteet

Sääntelyn perustuessa EU-tasolla säädettyyn direktiiviin on arvioitava sitä, missä määrin direktiivi antaa liikkumavaraa kansalliselle lainsäädännölle ja kuinka paljon tällaista liikkumavaraa on jo mahdollisesti hyödynnetty. Arvopaperimarkkinalain 9 luvun sovellettavuus sekä sen mukaiset liputusvelvollisuuden raja-arvot perustuvat EU:n avoimuusdirektiiviin, jonka 9 artiklan mukaisesti liikkeeseenlaskijan kotijäsenvaltion on varmistettava, että jos osakkeenomistaja hankkii tai luovuttaa sellaisen liikkeeseenlaskijan osakkeita, jonka osakkeita on otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellyillä markkinoilla, ja näihin hankittuihin tai luovutettuihin osakkeisiin liittyy äänioikeuksia, kyseinen osakkeenomistaja ilmoittaa liikkeeseenlaskijalle hallussaan olevan osuuden

¹⁸⁰ AML 9:10

¹⁸¹ AML 10:3

liikkeeseenlaskijan äänioikeuksista hankinnan tai luovutuksen jälkeen, mikäli kyseinen osuus saavuttaa tai leikkaa 5 %:n, 10 %:n, 15 %:n, 20 %:n, 25 %:n, 30 %:n, 50 %:n tai 75 %:n raja-arvon.¹⁸² Lähtökohtaisesti direktiiveillä määritellään vähimmäisvaatimukset kansalliselle liputusta koskevalle lainsäädännölle ja avoimuusdirektiivi mahdollistaakin 9 artiklan 1 kohdassa säädettyjä raja-arvoja alhaisemmista tai niitä täydentävistä ilmoitusraja-arvoista säätämisen kansallisesti.¹⁸³

Tiukempia liputusrajoja on säädetty esimerkiksi Isossa-Britanniassa, Espanjassa ja Alankomaissa. Isossa-Britanniassa liputusvelvollisuuden alaraja on kolme prosenttia ja liputusväli yksi prosentti. Espanjassa ja Alankomaissa liputusvelvollisuuden alarajaksi on puolestaan asetettu kolme prosenttia.¹⁸⁴ On kuitenkin hyvä huomata, etteivät yhtiöiden omistustiedot ole näissä valtiossa Suomen tapaan julkisia ja näkyvyys määräysvallan käyttöön olisi ilman tiukkoja liputusrajoja varsin rajallinen. Suorien johtopäätösten tekeminen tiukempien säännösten tarpeellisuudesta Iso-Britannian, Alankomaiden tai Espanjan lainsäädäntöön perustuen ei näin ollen ole tarkoituksenmukaista.

Direktiiviä tiukemman kansallisen sääntelyn tarvetta on arvioitu avoimuusdirektiivin täytäntöönpanon yhteydessä vuonna 2015.¹⁸⁵ Avoimuusdirektiivin kansallisessa implementoinnissa on pyritty poistamaan tarpeeton hallinnollinen taakka muun muassa pidättäytymällä direktiivin vähimmäisvaatimuksia tiukemmasta sääntelystä. Suomessa erityisesti avoimuusdirektiiviä tiukemman liputusilmoituksen määräajan on katsottu olevan luonteeltaan ja erityisesti arvopaperimarkkinoiden läpinäkyvyyden kannalta niin tärkeä, että määräaika on jätetty voimaan sellaisenaan.¹⁸⁶ Lisäksi valtiovarainministeriön työryhmä on jo vuonna 2011 ehdottanut uudeksi raja-arvoksi 9/10 osan osuutta. Viiden prosentin alarajan muuttamista ei kuitenkaan ole nähty tarpeelliseksi.¹⁸⁷

Avoimuusdirektiivin perustelujen mukaan liputusvelvollisuuden tarkoituksena on varmistaa asianmukainen avoimuus sijoittajiin nähden erityisesti merkittävää äänivaltaa käyttävien osakkeenomistajien osalta. Täsmällisten, kattavien ja ajantasaisten tietojen julkistaminen arvopaperien liikkeeseenlaskijoista lisää sijoittajien kestävästä luottamuksesta näihin yrityksiin ja mahdollistaa perustellun arvion tekemisen niiden liiketoiminnan suorituskyvystä ja varoista.¹⁸⁸ Käytännössä tarkoituksena on siis varmistaa se, että sijoittajilla on sijoituspäätöksensä tueksi riittävästi tietoa siitä, kuka tai ketkä kykenevät vaikuttamaan yhtiön toimintaan ääniosuuksiensa kautta. Yhtiöissä, joissa osakeomistus on hajautunut laajalle, voi merkittävä ääniosuus olla prosentuaalisesti pienikin. Erikseen olisi kuitenkin syytä tutkia sitä, ovatko suomalaisyhtiöiden omistukset tyypillisesti näin laajalle hajautuneita ja voidaanko tästä lähtökohdasta liputusvelvollisuuden ulottamista kolmeen prosenttiin pitää perusteltuna. Kyse on toisin sanoen siitä, onko suomalaisessa

¹⁸² Euroopan parlamentin ja Neuvoston direktiivi 2004/109/EY, 9 artikla, 1. alakohta.

¹⁸³ Ks. esim. Prechal 2005, s. 4, jonka mukaan jäsenvaltio on velvollinen muuttamaan lainsäädäntöään direktiivin mukaiseksi, mutta kuitenkin vain sen verran kuin direktiivin määrittelemän tavoitteen saavuttaminen edellyttää. Ks. lisäksi avoimuusdirektiivin 3 artikla, jonka mukaan jäsenvaltio voi asettaa direktiiviä tiukempia vaatimuksia niin liikkeeseenlaskijalle kuin osakkeiden haltijalle taikka muulle direktiivissä tarkoitettulle luonnolliselle henkilölle.

¹⁸⁴ ESMA: National rules on notifications of major holdings under the Transparency Directive, ESMA31-67-535, 15 December 2022.

¹⁸⁵ Ks. Valtiovarainministeriön arviomuistio avoimuusdirektiivin muutoksen (2013/50/EU) täytäntöönpanemisesta ja muista arvopaperimarkkinain muutostarpeista (17.2.2015).

¹⁸⁶ Ks. esim. HE 11/2015 vp, s. 34–35.

¹⁸⁷ Valtiovarainministeriö 2011, s. 131.

¹⁸⁸ Direktiivi 2004/109/EY, perustelujen kohdat 1–2.

pörssiyhtiössä kolmen prosentin omistusosuus tyypillisesti ”merkittävä” tavalla, jonka vuoksi tällainen omistus tulisi saattaa yleiseen tietoon.

Merkittävimmät rajoitukset liputusvelvollisuuden laajentamiseen liittyvät edellä mainitun lisäksi yksityisyyden suojaan ja sen arviointiin, voidaanko liikkeeseenlaskijoille aiheutuvia kuluja ja EU-sääntelystä poikkeamisesta aiheutuvaa ylimääräistä hallinnollista taakkaa perustella asianmukaisesti. Jälkimmäinen kysymys liittyy erityisesti velvollisuuden laajentamiseen koskemaan myös First North -yhtiöitä. Säännellyllä markkinalla toimivien liikkeeseenlaskijoiden osalta velvollisuuden laajentaminen koskemaan entistä alhaisempia osakeomistuksia lisäisi julkistettavien liputusilmoitusten määrää, kun First North -yhtiöille velvoite olisi kokonaan uusi. Toisin kuin First North -yhtiöillä, päälistan liikkeeseenlaskijoilla julkistusprosessi on jo olemassa ja muutoksen liikkeeseenlaskijoihin kohdistuvia negatiivisia vaikutuksia mitigoi liikkeeseenlaskijoiden jo olemassa olevien käsittely- ja julkistusprosessien soveltuminen näihin ilmoituksiin.

Liputusvelvollisuuden laajentaminen koskemaan myös monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevien osakkeiden ja osuuksien liikkeeseenlaskijoita edellyttäisi arvopaperimarkkinalain 9 luvun soveltamisalan muuttamista. Näiden liikkeeseenlaskijoiden osalta omistukset ovat nykyainsäädännön puitteissa julkisia osakasluetteloiden julkisuuden ja tosiasiallisten edunsaajien rekisteröintivelvollisuuden kautta. Sellaiset hallintarekisteröidyt osakkeenomistajat, jotka eivät täytä tosiasiallisen edunsaajan määritelmää, jäävät kuitenkin tuntemattomiksi. Osakkeenomistajaa voidaan pitää tosiasiallisena edunsaajana joko suoraan omistuosuuden prosentuaalisen määrän (yli 25 % joko suoraan tai välillisesti) tai tosiasiallisen määräysvallan käytön perusteella. Liputusvelvollisuuden ulottamisella koskemaan ko. yhtiöitä tavoiteltaisiin siis käytännössä sellaisten osakkeenomistajien tietojen julkistusta, jotka eivät voi käyttää määräysvaltaa yhtiössä ja joiden omistusosuus alittaa tosiasialliselle edunsaajalle määrätyn raja-arvon. Kuten edellä on todettu, avoimuusdirektiivin perustelujen mukaan liputusvelvollisuuden tarkoituksena on varmistaa asianmukainen avoimuus sijoittajiin nähden erityisesti merkittävää äänivaltaa käyttävien osakkeenomistajien osalta.

Yksityisyyden suojaan liittyviä rajoituksia on käsitelty laajasti kappaleessa 2.4 sekä edellä julkista rekisteriä koskevassa kappaleessa 4.3. Samat rajoitteet ja vaatimukset koskevat käytännössä myös tässä esitettyä vaihtoehtoa, eikä näiden kertaaminen ole tarpeen. Yhteenvetona todettakoon kuitenkin, että yleisöjulkisuuden laajentamisen tavoitteen liittyessä väärinkäytösten, rahanpesun ja harmaan talouden estämiseen on kansallisen lainsäädännön laajentamista erityisesti First North -yhtiöiden osalta vaikea perustella tosiasiallisten edunsaajien rekisteröintivelvoitteen liittyessä pitkälti samaan tavoitteeseen. Asianmukainen perustelu edellyttäisi tarkempaa tutkimusta ja jonkinlaista näyttöä siitä, että saattamalla myös pienet First North -yhtiöiden omistusosuudet osakasluettelon julkisuutta laajemman yleisöjulkisuuden kohteeksi voidaan tehokkaasti ehkäistä väärinkäytöksiä ja rikoksia. Lisäksi olisi huomioitava, että muutos lisäisi First North -yhtiöiden hallinnollista taakkaa ja sillä olisi oletettavasti negatiivisia vaikutuksia First North -kasvuyhtiöiden ja muiden liikkeeseenlaskijoiden sekä Suomen markkinoiden kilpailukykyyn. Näin ollen liputussääntelyn ulottamista kansallisella lainsäädännöllä

koskemaan First North -yhtiötä ei lähtökohtaisesti ainakaan tämän selvityksen perusteella pidetä tarkoituksenmukaisena.¹⁸⁹

Edellä kuvattujen rajoitusten lisäksi liputusvelvollisuuden ulkopuolelle jäävät ns. lyhyet positiot, joista sijoittajien ja markkinatoimijoiden on kuitenkin tehtävä Euroopan parlamentin ja neuvoston lyhyeksimyynnistä ja tietyistä luottoriskinvaihtosopimuksiin liittyvistä kysymyksistä annetun asetuksen¹⁹⁰ mukainen ilmoitus Finanssivalvonnalle. Liputusvelvollisuus ei koske myöskään markkinatakaajia tai sellaisia toimiluvan saaneen rahastoyhtiön tai sijoituspalvelun tarjoajan emoyrityksiä, jotka ovat tehneet arvopaperimarkkinalain mukaisen ilmoituksen Finanssivalvonnalle tai saaneet Finanssivalvonnalta poikkeusluvan.¹⁹¹

4.4.3. Vaikutukset tietojen saantiin

Liikkeeseenlaskijat ovat velvollisia julkaisemaan liputusilmoituksiin sisältyvät tiedot arvopaperimarkkinalaissa säädetyllä tavalla, joten liputusilmoituksilla voidaan saavuttaa tiettyä tietojoukkoa koskeva täysi yleisöjulkisuus. Ehdotetun uuden alarajan mukaisesti osakkeenomistajaa koskevat tiedot tulisivat yleisöjulkiseksi siltä osin, kun omistusosuus vastaa vähintään kolmea prosenttia yhtiön koko osakemäärästä tai äänistä. Julkisia olisivat nykyiseen tapaan muun muassa osakkeenomistajan ja ilmoitusvelvollisen nimet.

Koska muutosehdotus ei sisällä liputusvälien muuttamista, eivät nykyistä pienemmät prosentuaaliset muutokset omistusosuuksissa tulisi julkiseksi muutoin kuin kolmen ja viiden prosentin erotuksen osalta. Tiukemmat liputusvälit antavat ensisijaisesti informaatiota omistusosuuden suuruudesta ja omistusosuuksien muutoksista. Tässä selvityksessä tarkoitettua läpinäkyvyydestä näkökulmasta relevanttia on tieto erityisesti osakkeenomistajan henkilöllisyydestä, eikä tästä näkökulmasta tarkasteltuna ole tarvetta nykyistä liputussäätelyä tiukemmille liputusväleille liputusvelvollisuuden ulottuessa riittävän pieniin omistusosuuksiin.

Liputusvelvollisuus koskee aina määräysvaltaketjun ylintä määräysvallan käyttäjää, joten velvollisuutta ei voida kiertää hallintarekisteröinnin tai välillisten omistusyhteisöjen avulla. Osakkeenomistajia koskeva tieto on näin ollen varsin kattavaa. Tieto on lisäksi lähes reaaliaikaista kansallisen määräajan ollessa ainoastaan yksi kaupankäyntipäivä. Liikkeeseenlaskija saa liputusilmoituksen suoraan joko ilmoitusvelvolliselta tai osakkeenomistajalta. Julkistettavat tiedot perustuvat tähän ilmoitukseen. Tietoja voidaan näin ollen lähtökohtaisesti pitää luotettavina.

Kattavan yhtiön omistuksen jakautumista koskevan tiedon kerääminen edellyttää yleisöltä jonkin verran manuaalista työtä, sillä käytännössä liputusilmoitukset julkistetaan aina erillisinä tiedotteina. Vaikka tiedotteet ovat helposti saatavissa yhtiöiden internetsivuilla, on yhtiön omistujakauman koostaminen työlästä pelkkien liputusilmoitusten avulla. Liputusilmoitusten ja julkisen osakasluettelon avulla saatava tieto on kuitenkin jo melko

¹⁸⁹ Valtiovarainministeriö julkaisi 8.8.2023 luonnoksen hallituksen esityksestä eduskunnalle arvopaperimarkkinalain muuttamisesta (VM039:00/2023). Luonnoksessa ehdotetaan liputusvelvoitteen laajentamista koskemaan monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän liikkeeseenlaskijoita. Luonnoksessa ei ole arvioitu liputusvelvollisuuden laajentamiseen liittyviä ongelmakohtia laajasti. Muutostarvetta on perusteltu muun muassa sillä, että First North -yhtiöt ovat alkaneet ottaa vapaaehtoisesti yhtiöjärjestyksiinsä määräyksiä liputusvelvollisuudesta.

¹⁹⁰ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 236/2012, annettu 14 päivänä maaliskuuta 2012, lyhyeksimyynnistä ja tietyistä luottoriskinvaihtosopimuksiin liittyvistä kysymyksistä.

¹⁹¹ AML 9:8, 9:8a–c

kattavaa, kun osakasluetteloon tehtyjen hallintarekisteröintien vuoksi tuntemattomiksi jääviä osakkeenomistajia voidaan tunnistaa liputusilmoitusten avulla.

Ehdotetun liputusvelvollisuuden alarajaa koskevan muutoksen myötä yleisölle tuntemattomiksi jäisivät edelleen alle 3 % omistavat osakkeenomistajat, joiden omistus on hallintarekisteröity. Säännellyillä markkinoilla toimivien liikkeeseenlaskijoiden osake- ja äänimäärät ovat tyypillisesti suuria, joten rajaus olisi monien yhtiöiden osakemäärään verrattuna löyhempi, kuin esimerkiksi kohdassa 4.3 ehdotettu rajaus 500 osakkeeseen. Toisaalta tällaisella hieman löyhemmällä rajauksella ei välttämättä olisi niin suuria vaikutuksia kilpailukyvyyn ja kustannusten näkökulmasta, mikä voisi edesauttaa muutoksen kannatusta ja hyväksymistä etenkin, kun vastaava raja on käytössä muissakin jäsenvaltioissa.

Koska viranomaisilla on jo lähtökohtaisesti kattava pääsy tietoihin, ei liputusrajan muuttaminen vaikuttaisi tähän merkittävästi. Alhaisempi liputusraja laajentaisi kuitenkin liputusilmoitusten kautta mahdollisesti toteutettavaa viranomaistarkastelua ja tiedonkeruuta.

4.4.4. Arvioidut kustannusvaikutukset

Ehdotettu muutos olisi kustannusvaikutuksiltaan muihin läpinäkyvyyttä lisääviin vaihtoehtoihin verrattuna tehokas. Läpinäkyvyyden lisääminen liputusvelvollisuuden alarajaa muutamalla ei edellyttäisi uusia teknisiä ratkaisuja tai järjestelmiä, sillä liputusilmoitukset ja julkistukset voitaisiin toteuttaa nykyisillä prosesseilla ja toimintamalleilla. Liikkeeseenlaskijoille ja Finanssivalvonnalle aiheutuisi kuitenkin lisäkustannuksia sen johdosta, että julkistettavia liputusilmoituksia olisi aikaisempaa enemmän.

Koska sijoittajat olisivat velvollisia toimittamaan liputusilmoituksen aikaisempaa pienemmistä omistuksista, aiheutuisi tästä lähtökohtaisesti lisäkustannuksia ilmoituksesta koituvien kulujen muodossa. Etenkin kansainvälisten sijoittajien osalta on kuitenkin hyvä huomioida se, että joissain valtioissa on jo säädetty avoimuusdirektiiviä tiukemmista kansallisista liputusvelvollisuuksista, eikä Suomessa mahdollisesti tehtävä lainsäädäntömuutos tähän peilaten aiheuttaisi sellaista merkittävää muutosta oikeustilassa, jonka voitaisiin olettaa vaikuttavan olennaisesti kansainvälisen sijoittajan sijoituskustannuksiin. Lisäksi, kun tietojen ilmoitusvelvollisuus on asetettu sijoittajalle itselleen, ei tietojen hankkimisesta aiheudu kuluja muille osapuolille, kuten liikkeeseenlaskijoille tai arvopaperikeskukselle. Sikäli, kun sijoittajat ovat siirtäneet liputusilmoituksen tekovelvoitteen sopimusperusteisesti ulkopuoliselle palveluntarjoajalle, sisältyvät tähän liittyvät kustannukset sijoittajan ja palveluntarjoajan välisiin veloituksiin.

Vaihtoehdosta ei aiheutuisi tietojen saataville asettamiseen tai ylläpitoon liittyviä kuluja rekisteriviranomaisille, julkiselle sektorille tai valtionhallintoon kuuluville tahoille muutoin kuin siltä osin, kun tällaiset tahot ovat itse liputusvelvollisia. Kuten edellä on todettu, Finanssivalvonnalle voi kuitenkin aiheutua lisäkustannuksia ja lisäresursointitarvetta ilmoitusten määrällisen lisääntymisen ja tätä kautta nousevien valvontakustannusten myötä.

4.4.5. Vaikutukset markkinoihin ja yhteiskuntaan

Vaihtoehtoon ei lähtökohtaisesti liity merkittäviä yhteiskunnallisia vaikutuksia Suomen lainsäädännön noudatella jo valmiiksi omistusten läpinäkyvyyden periaatetta ja liputusvelvollisuuden ollessa jo nykyisellään varsin lähellä ehdotettua vaihtoehtoa. Sen sijaan markkinavaikutuksia, kuten vaikutusta suomalaisten yhtiöiden kilpailukykyyn, rahoituksen saatavuuteen ja Suomen markkinoiden houkuttelevuuteen on vaikea ennustaa. Oletetusti nämä vaikutukset olisivat ensisijaisesti negatiivisia. Kuten edellä on todettu, muutos olisi kuitenkin verrattaen kevyt eikä sinänsä poikkeaisi eurooppalaisesta sääntelytasosta merkittäväällä tavalla. Näin ollen voitaneen todeta, että verrattuna muihin tässä selvityksessä esiteltyihin toimintamalleihin liputusvelvollisuuden alarajan laskeminen olisi vaikutuksiltaan neutraalein.

4.4.6. Yhteenveto

Liputusvelvollisuuden raja-arvojen muuttaminen on käytännössä linjassa kansainvälisen sääntelyn kanssa ja näin ollen juridisesta näkökulmasta arvioituna toteutuskelpoinen vaihtoehto. Lisäksi esitetty vaihtoehto olisi kustannuksiltaan verrattaen kevyt. Vaihtoehto ei edellyttäisi uusien järjestelmien perustamista, vaan toimenpiteet voitaisiin toteuttaa täysin nykyisiä prosesseja hyödyntäen. Liputusilmoitusten määrä tulisi kuitenkin lisääntymään, mikä aiheuttaisi lisäkustannuksia ja aikaisempaa enemmän hallinnollista taakkaa. Lisäksi vaihtoehdon markkinavaikutuksia on vaikea ennustaa. Oletetusti nämä vaikutukset olisivat ensisijaisesti negatiivisia.

Avoimuusdirektiivin perustelujen mukaan liputusvelvollisuuden tarkoituksena on varmistaa asianmukainen avoimuus sijoittajiin nähden erityisesti merkittävää äänivaltaa käyttävien osakkeenomistajien osalta. Vaikka vaihtoehto ei ole suoranaisesti ristiriidassa voimassa olevan sääntelyn kanssa, on kysymys nykyisen raja-arvon (5 %) alittavan osuuden merkittävydestä Suomen arvopaperimarkkinoiden kontekstissa kiistanalainen. Esitetyn vaihtoehdon osalta tulisi pohtia sitä, voidaanko liikkeeseenlaskijoille aiheutuvia kuluja ja ylimääräistä hallinnollista taakkaa sekä mahdollista negatiivista markkinavaikutusta perustella asianmukaisesti.

4.5. Arvopaperikeskus tietojen julkistajana

4.5.1. Vaihtoehdon kuvaus

Kolmantena ja tämän selvityksen viimeisenä vaihtoehtona esitetään osakeomistusten yleisöjulkisuuden lisääminen arvopaperikeskuksen ylläpitämien julkisten hallintarekisteriluetteloiden avulla. Arvopaperikeskukset ovat tosiasiallisesti ainoa lähde ajantasaiselle ja luotettavalle omistajatiedolle ja näin ollen luontevia toimijoita omistajainformaatioon liittyvien palveluiden ja tiedon tuottajana.¹⁹² Tässä esitetyn vaihtoehdon mukaisesti hallintarekisteröityjen osakeomistusten läpinäkyvyyttä lisättäisiin liittämällä arvopaperikeskuksen ylläpitämiin osakasluetteloihin erillinen hallintarekisteröintiliite. Liitteestä ilmenisivät hallintarekisteröityjen osakeomistusten tiedot siltä osin, kun yhden osakkeenomistajan omistamien osakkeiden määrä ylittäisi tietyn raja-arvon. Raja-arvo voisi olla esimerkiksi 500 osaketta tai 0,5 % koko osakekannasta. Ehdotetuista raja-arvoista ensimmäinen takaisi varsin kattavat osakastiedot, mutta aiheuttaisi luonnollisesti jälkimmäistä vaihtoehtoa enemmän työtä ja kustannuksia. Tiedot olisivat yleisön saatavilla arvopaperikeskuksessa samoin kuin osakasluettelot. Kenellä

¹⁹² Ks. esim. Valtiovarainministeriö 2014 ja Yli-Jaakkolan eriyvä mielipide.

tahansa olisi oikeus kuluja vastaan saada jäljennös tiedoista. Käytännössä vaihtoehto vastaisi osittain Ruotsissa käytössä olevaa mallia.

Koska esimerkki esitettyyn vaihtoehtoon on otettu Ruotsista, on syytä eritellä kappaleessa 3.2 kuvattua Ruotsin lainsäädäntöä vielä toistamiseen. Ruotsin osakeyhtiölain mukaan osakasluettelon nimenomaisena tarkoituksena on antaa yhtiölle, sen osakkeenomistajille ja muille tarvittavat tiedot yhtiön omistussuhteiden arvioimiseksi.¹⁹³ Arvo-osuusjärjestelmään rekisteröityjen yhtiöiden osakasluetteloita ylläpidetään automaattisen tietojen käsittelyn avulla ja niihin kirjataan muun muassa osakkeenomistajan henkilötiedot. Osakasluettelon pidosta voi yhtiön hallituksen sijaan vastata kirjallisen sopimuksen perusteella arvopaperikeskus, joka vastaa tällöin kaikista luetteloon tehtävistä merkinnöistä ja luettelon painatuksesta.¹⁹⁴

Ruotsin osakeyhtiölaki mahdollistaa hallintarekisteröintiä vastaavalla tavalla kolmannen osapuolen (hallintarekisteröinnin hoitajan, ”förvaltare”) merkitsemisen osakasluetteloon osakkeenomistajan sijaan. Tällaisista merkinnöistä ylläpidetään kuitenkin erillistä dokumentaatiota, sillä Ruotsin osakeyhtiölain mukaan arvopaperikeskuksesta ja rahoitusvälineiden kirjanpidosta annetussa laissa asetetaan säännöksiä liikkeeseenlaskijan ja arvopaperikeskuksen velvollisuudesta toimittaa kootut tiedot niistä hallintarekisteröidyistä osakkeenomistajista, joilla on yli 500 hallintarekisteröinnin hoitajan nimiin merkittyä osaketta.¹⁹⁵ Kyseisen lain 3 luvun 13 §:n mukaan arvopaperikeskuksessa tulee olla kutakin liikkeeseenlaskijaa kohden yhteenveto (”sammanställning”) osakkeenomistajista, joilla on yli viisisataa hallintarekisteröityä yhtiön osaketta (”förvaltarregistrerade aktier”).

Yhteenvedon tulee sisältää muun muassa osakkeenomistajien nimet ja tunnistenumerot. Yhteenvedon tulee olla kaikkien saatavilla yhtiössä ja arvopaperikeskuksessa, eikä saataville asetettu yhteenveto saa olla kolmea kuukautta vanhempi. Lisäksi jokaisella sitä pyytävällä on oikeus milloin tahansa saada kulukorvausta vastaan ajantasainen tuloste yhteenvedosta arvopaperikeskuksesta. Yhteenvetoa ylläpidetään kaikista arvo-osuusjärjestelmään kirjatusta yhtiöistä (”avstämningbolag”).¹⁹⁶

Ruotsin arvopaperikeskuksia koskevan lain mukaisesti hallintarekisteröinnin hoitajan tulee antaa arvopaperikeskukselle ne tiedot, jotka se tarvitsee tehtäviensä hoitamiseksi. Lisäksi osakkeenomistajaa koskevat tiedot tulee toimittaa pyynnöstä¹⁹⁷. Laki jättää epäselväksi sen, ylläpidetäänkö hallintarekisteröityjen osakkeiden omistajatietoja nimenomaisesti tietopyyntöihin perustuvien tietojen avulla vai toimittavatko hallintarekisteröintien hoitajat tietoja oma-aloitteisesti. Ruotsalaisten asiantuntijoiden avustuksella toteutetun selvityksen perusteella vaikuttaisi siltä, että Ruotsissa on nimenomaisesti omaksuttu tulkinta, jonka mukaisesti hallintarekisteröintien hoitajilla on velvollisuus oma-aloitteisesti toimittaa osakkeenomistajaa koskevat tiedot arvopaperikeskukselle silloin, kun osakeomistuksen määrä ylittää 500 osaketta. Sikäli, kun kyse on EU:n jäsenmaissa toimivista tilinhoitajista, on tietojen välittämisestä läpi moniportaisen ketjun säädetty SHRD II -direktiivissä ja tietojen välitykselle ei näin ollen pitäisi olla lainsäädännöllisiä

¹⁹³ ROYL 5:1 para. 2.

¹⁹⁴ ROYL 5:2, 11, 12.

¹⁹⁵ ROYL 5:14.

¹⁹⁶ RAOJSL 4:3.

¹⁹⁷ RAOJSL 3:3.

esteitä etenkin, jos liikkeeseenlaskijan voidaan katsoa kirjallisella sopimisella valtuuttaneen arvopaperikeskuksen keräämään ja ylläpitämään osakastietoja yhtiön lukuun.

Arvopaperikeskus olisi luonteva tietojen ylläpitäjä, sillä myös Suomessa arvopaperikeskus ylläpitää jo nyt arvo-osuusjärjestelmään kuuluvien yhtiöiden osakasluetteloita nimenomaisen AOJSL:n säännöksen nojalla. AOJSL:n 4 luvun 3 §:n mukaan arvopaperikeskuksessa on pidettävä liikkeeseenlaskijoiden lukuun arvo-osuusjärjestelmään kuuluvien arvo-osuuksien omistajista liikkeeseenlaskijakohtaisia osakasluetteloita ja muita vastaavia omistajaluetteloita, kun arvo-osuus on osake tai muu osuus yhteisön omaan pääomaan tai siihen liittyvä osinko-, korko- tai muu tuotto-oikeus taikka merkintäoikeus tai tällaisten oikeuksien yhdistelmä taikka rahasto-osuus tai siihen rinnastettava yhteissijoitusyrityksen osuus. Lisäksi arvopaperikeskuksessa on pidettävä luetteloita, joista ilmenevät arvo-osuusjärjestelmään kuuluvien joukkovelkakirjalainaosuuksien tai näihin rinnastuvien velallisen sitoumusten taikka mainittuun osuuteen tai sitoumukseen liittyvän koron- tai muun tuotto-oikeuden, taikka edellä mainittujen osto- tai myyntioikeuden tai muun vastaavan sopimusperusteisen oikeuden omistajat ja lukumäärät. AOJSL:n määritelmien mukaan ”osakasluettelo” viittaa osakeyhtiölain mukaiseen osakasluetteloon.¹⁹⁸ Lisäksi APK-asetuksen mukaan arvopaperikeskukset voivat ydinpalvelujensa ohella tarjota lisäpalveluita. Tällaisia lisäpalveluita ovat muun muassa notariaattipalveluihin ja keskitettyihin tilinhoitopalveluihin liittyvät palvelut, kuten osakasrekistereihin liittyvät palvelut, yhtiötapauksien käsittelyn tukeminen (esim. vero-, yhtiökokous- ja tietopalvelut) ja uusiin liikkeeseenlaskuihin liittyvät palvelut.¹⁹⁹

Arvopaperikeskus olisi myös läpinäkyvyyden lisäämisellä tavoitellun väärinkäytösten ehkäisyn näkökulmasta asianmukainen tietojen ylläpitäjä. Arvopaperimarkkinoita koskevan kansainvälisen sääntelyn ja valvonnan johdosta arvopaperikeskukset noudattavat jo ennestään varsin tiukkoja toiminnan järjestämistä, harjoittamista ja vakautta koskevia vaatimuksia, joihin sisältyy myös velvollisuus toteuttaa kaikki perustellut toimet petosten ja laiminlyöntien vähentämiseksi.²⁰⁰ Hallintarekisteröintiliitteen avulla lisätään läpinäkyvyyttä, jonka avulla tarkoituksena on ehkäistä muun muassa väärinkäytös-, rahanpesu- ja veronkiertomahdollisuuksia. Tämä olisi linjassa arvopaperikeskuksia jo ennestään koskevien tavoitteiden kanssa.

Mikäli kaikki arvopaperikeskuksessa ylläpidetyt arvo-osuustilit olisi rekisteröity suoraan niiden omistajille, olisi läpinäkyvyyden toteuttaminen arvopaperikeskuksen kautta yksinkertaista. Kuten edellä kohdassa 4.2 on kuvattu, hallintarekisteröinti ei käytännössä olisi mahdollista ilman yhteisasiakaseroteltuja tilejä järjestelmässä, joka perustuisi ainoastaan suoraan omistajan nimissä ylläpidettyihin yksilöllisesti asiakaseroteltuihin tileihin. APK-asetuksen sanamuoto ei myöskään mahdollista järjestelmää, jossa tarjotaan ainoastaan toista edellä mainituista tilimalleista, sillä Lex Finlandia -poikkeuksen soveltuessakin yhteisasiakaseroteltuja tilejä on tarjottava ulkomaisille asiakkaille. Näin ollen tässä ehdotetun vaihtoehdon osalta keskiöön nousee se, millä tavalla ja juridisilla

¹⁹⁸ AOJSL 4:3 ja 1:3

¹⁹⁹ APK-asetuksen liite, B jakso, kohta 2.

²⁰⁰ Ks. esim. APK-asetuksen perustelujen kohta 20.

perusteilla arvopaperikeskuksen on mahdollista saada tietoja osakkeenomistajista hallintarekisteröintien hoitajilta.

AOJSL:n mukaan hallintarekisteröinnin hoitajan on pyynnöstä ilmoitettava Finanssivalvonnalle arvo-osuuksien todellisen omistajan nimi, jos se on tiedossa, ja se, kuinka monta arvo-osuutta omistajalla on. Jollei arvo-osuuksien todellisen omistajan nimi ole tiedossa, hallintarekisteröinnin hoitajan on annettava vastaavat tiedot omistajan puolesta toimivasta asiamiehestä sekä tämän antama kirjallinen vakuutus siitä, ettei arvo-osuuksien todellinen omistaja ole suomalainen luonnollinen henkilö tai suomalainen yhteisö tai säätiö. Tiedot 3 §:n 1 momentissa tarkoitetuista arvo-osuuksista on pyynnöstä annettava myös liikkeeseenlaskijalle. AOJSL ei sisällä säännöstä, jonka mukaan nämä tiedot olisi toimitettava arvopaperikeskukselle. Myöskään APK-asetus ei sisällä sellaisia säännöksiä, joiden voitaisiin katsoa velvoittavan sijoittajat tai arvopaperikeskuksen osapuolet (hallintarekisteröinnin hoitajat) toimittamaan omistustietoja oma-aloitteisesti arvopaperikeskukselle muutoin kuin arvopaperikaupankäynnin yhteydessä. Näin ollen arvopaperikeskuksen tiedonsaannin voidaankin katsoa perustuvan liikkeeseenlaskijaa koskevaan yhtiöoikeudelliseen sääntelyyn. SHRD II:n mukaan yhtiöillä on oikeus tunnistaa osakkeenomistajansa ja saada tietoa osakkeenomistajien henkilöllisyydestä kaikilta välittäjiltä, joilla tällaista tietoa on.

SHRD II 3a artiklan toisen alakohdan mukaan jäsenvaltioiden on varmistettava, että välittäjät ilmoittavat yhtiölle viipymättä yhtiön tai sen nimeämän kolmannen osapuolen pyynnöstä osakkeenomistajan tunnistetiedot. Lisäksi kolmannen alakohdan mukaan jäsenvaltiot voivat sallia sen, että yhtiö pyytää arvopaperikeskusta tai muuta välittäjää tai palveluntarjoajaa keräämään osakkeenomistajan tunnistetietoja, mukaan lukien välittäjien muodostamassa ketjussa toimivilta välittäjiltä, ja toimittamaan ne yhtiölle. Liikkeeseenlaskijat voivat siis nimetä tietopyynnön tekijäksi ja tietojen kerääjäksi kolmannen osapuolen. Voidaan ajatella, että tällainen liikkeeseenlaskijan nimeämä kolmas osapuoli, jolla olisi oikeus pyytää ja kerätä tietoja, olisi arvopaperikeskus. Arvopaperikeskuksen toimiminen tietojen pyytäjänä ja saajana olisi looginen jatkumo sille, että osakeyhtiölain mukaisen osakasluettelon ylläpitotehtävä on siirretty liikkeeseenlaskijalta itseltään arvopaperikeskukselle.

Edelleen SHRD II:n 3a artiklan neljännen alakohdan mukaan osakkeenomistajien henkilötietoja on käsiteltävä siten, että yhtiö kykenee tunnistamaan sen hetkiset osakkeenomistajansa voidakseen olla näihin suoraan yhteydessä, jotta helpotetaan osakkeenomistajien oikeuksien käyttöä ja osakkeenomistajavaikuttamista yhtiössä. Jäsenvaltiot voivat kuitenkin lainsäädännössään säätää osakkeenomistajien henkilötietojen käsittelystä muihin tarkoituksiin. Kuten kohdassa 2.1.3 on esitetty, kyselyoikeuden tarkoituksena on edistää osakkeenomistajien vaikutusmahdollisuuksia. Artiklan sanamuoto on kuitenkin melko yksiselitteinen sen osalta, että tietoja voidaan käyttää myös muuhun tarkoitukseen. Tällainen tarkoitus ei kuitenkaan lähtökohtaisesti saisi olla ristiriidassa kyselyoikeuden alkuperäisen tarkoituksen kanssa siten, että tietojen käyttö jollain tapaa vahingoittaisi osakkeenomistajia tai heikentäisi heidän oikeuksiaan. Kun arvopaperikeskuksen ylläpitämiä osakastietoja hyödynnetään nimenomaisesti liikkeeseenlaskijan toimesta esimerkiksi yhtiökokouksien yhteydessä, voitaneen todeta, että lähtökohtaisesti tietojen kerääminen osakasluettelon täydentämistä varten ei sinänsä häiritse osakkeenomistajien oikeuksien käyttöä.

Osakkeenomistajien yksityisyyden suoja tietojen kerääminen ja tallentaminen osana julkista osaksluetteloa sen sijaan heikentäisi. Hallintarekisteriliitteen rajaus koskemaan vain yli 500 osaketta tai 0,5 % omistavia osakkeenomistajia rajaisi pienimmät hallintarekisteröidyt osakeomistukset pois yleisöjulkisuuden piiristä, mikä osaltaan suojaisi pieniä osakemääriä omistavien osakkeenomistajien yksityisyyttä. Rajaus olisi kuitenkin tarpeen erityisesti käytännön syistä. Kuten tässä selvityksessä on jo aikaisemmin tuotu ilmi, arvopaperikaupan keskeinen piirre on sen päiväkohtaisuus ja etenkin kansainvälisen kaupan osalta moniportaiseen hallintaan liittyvät pitkät hallintaketjut. Ajantasaisen tiedon saaminen hallintaketjulta ja sen ylläpito arvopaperikeskuksessa vaatii paljon hallinnollista työtä, jolloin hallinnollista taakkaa on syytä pyrkiä rajaamaan jollain tavalla. Koska pieniä osakemääriä omistavia tahoja ei lähtökohtaisesti voida pitää läpinäkyvyydellä tavoiteltujen tarkoituserien kannalta erityisen merkittävänä, olisi myös ehdotetun ratkaisun toteuttamisesta aiheutuvaa työmäärää syytä karsia rajoittamalla tietojen keräämis- ja/tai toimittamisvelvollisuudet koskemaan sellaisia osakkeenomistajia, joilla on kokonaisuuden kannalta enemmän merkitystä.

Ehdotetut raja-arvot eroavat merkittävästi toisistaan. Jotta voidaan tarkemmin määrittellä se, kumpi raja-arvoista olisi tarkoituksenmukainen ja oikeasuhtainen suhteessa läpinäkyvyyden lisäämisellä tavoiteltuun hyötyyn, tulisi ennen toimenpiteisiin ryhtymistä tehdä laajempaa tutkimusta yksittäisten hallintarekisteröityjen osakkaiden omistamista osakemääristä ja arvopaperikeskuksen toimintaan liittyvistä mahdollisuuksista.

4.5.2. Vaihtoehtoon liittyvät rajoitukset ja rasitteet

Ehdotettu toimintamalli lähtisi siitä olettamasta, että hallintarekisteröintiliite kattaisi ainoastaan säännellyllä markkinalla liikkeeseen lasketut osakkeet. Monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä osakkeita liikkeeseen laskeneilla yhtiöillä ei ole SHRD II -direktiiviin sisältyvää kyselyoikeutta vastaavaa laajaa tiedonsaantioikeutta, jolloin First North -yhtiöiden osalta ratkaisun toteuttamiskelpoisuuteen liittyvät perustavanlaatuiset kysymykset tulisi ratkaista eri lähtökohdista. First North -yhtiöiden rajaaminen ehdotuksen ulkopuolelle on katsottu perustelluksi myös muun muassa ratkaisuun liittyvien kustannusvaikutusten ja hallinnollisen taakan kohtuullistamisen kannalta. Kun First North -yhtiöiden omistus on jo pääsääntöisesti keskittynyt kotimaahan ja omistuksista saadaan tietoa muun sääntelyn perusteella, olisi toimintamallin soveltaminen rajoituksetta sekä säännellyllä markkinalla että monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena oleviin osakkeisiin suojattavien oikeushyvien ja aiheutuvien negatiivisten vaikutusten välisen suhteen arvioinnin perusteella ylimitoitettua.

SHRD II:n säännökset lähtevät siitä perusajatuksesta, että tiedot toimitetaan läpi säilytysketjun liikkeeseenlaskijalle. Tiedot on toimitettava komission täytäntöönpanoasetuksen mukaisessa standardisoidussa muodossa. Kun sääntelyn lähtökohtana on liikkeeseenlaskijan oikeus saada tietoja pyynnöstä, on epäselvää, voitaisiinko tämän perusteella säätää hallintarekisteröintien hoitajille kansallisesti velvollisuudesta toimittaa omistajatietoja oma-aloitteisesti arvopaperikeskukselle. Mikäli tällaista ei voitaisi säätää, edellyttäisi ajantasaisen tiedon ylläpitäminen sitä, että arvopaperikeskus lähettää hallintarekisteröintien hoitajille päivittäin tietopyynnöt kaikista hallintarekisteröidyistä osakkeista. Tällainen toimintamalli aiheuttaisi epäilemättä merkittäviä kustannuksia paitsi suomalaiselle arvopaperikeskukselle, myös muille hallintaketjussa toimiville osapuolille, mikä voisi herättää hyvinkin nopeasti kysymyksiä

siitä, onko paikallinen lainsäädäntö linjassa kansainvälisten standardien kanssa. Lisäksi asiasta aiheutuva hallinnollinen taakka olisi tietopyyntöjen määrästä johtuen merkittävä.

Kuten edellä on tuotu esiin, sekä tässä ehdotettua vaihtoehtoa että muita yleisöjulkisuuden lisäämiseksi kartoitettuja vaihtoehtoja rajoittavat jossain määrin yksityisyyden suojaan ja tietojen julkistamisen perusteltavuuteen liittyvät kysymykset. Ehdotetuin rajauksin (500 osaketta / 0,5 % osakekannasta) ja yllä kuvatuin perustein tämä vaihtoehto vaikuttaisi kuitenkin olevan myös tästä näkökulmasta toteuttamiskelpoinen. Henkilötietojen suojan kannalta merkittävää on, että arvopaperikeskusta voidaan pitää tietojen käsittelyyn ja ylläpitoon liittyvien tietosuojavelvoitteiden kannalta (esimerkiksi rekisteröidyn oikeudet tietojen oikaisuun) luotettavana ja toimintakykyisenä tahona. Tätä seikkaa on käsitelty tarkemmin jäljempänä kohdassa 4.5.4.

4.5.3. Vaikutus tietojen saatavuuteen

Arvopaperikeskuksen ylläpitämä ja arvopaperikeskuksessa saatavilla pidettävä osakasluettelon hallintarekisteriliite lisäisi yleisöjulkisuutta hallintarekisteröityjen omistusten osalta merkittävällä tavalla. Sikäli, kun hallintaketjun oma-aloitteinen tietojen toimittaminen ajantasaisena pystyttäisiin takaamaan, hallintarekisteriliite antaisi yleisölle ajantasaisen ja luotettavan kuvan liikkeeseenlaskijan osakkaista. Suomen lainsäädännön puitteissa on kuitenkin haastavaa puuttua ulkomaalaisten säilyttäjiä ja muiden hallintaketjun osapuolten toimintaan ja tästä johtuen tietojen ajantasaisuuteen, täydellisyyteen ja virheettömyyteen liittyviä riskejä.

Ehdotuksen mukaisesti tietoja säilytettäisiin arvopaperikeskuksessa, jossa ne olisivat yleisön saatavilla. Lisäksi tiedoista voitaisiin kuluja vastaan saada ote. Pääsyä tietoihin ei näin ollen olisi rajattu tiettyyn henkilöpiiriin tai tarkoitukseen. Tietoja ei kuitenkaan asetettaisi yleisön saataville verkkosivuille. Tietoja ylläpidettäisiin yksittäisten sijoittajien yksityisyyden suojaamiseksi liikkeeseenlaskijakohtaisesti, jolloin kattavan tiedon kerääminen yksittäisen sijoittajan omistuksista edellyttäisi lähtökohtaisesti merkittävässä määrin manuaalista työtä, eikä olisi valitun rajauksen (500 osaketta / 0,5 % omistusosuus) alittavilta osin edes mahdollista. On kuitenkin huomioitava, että tekoälyn ja muun teknologian kehityksen myötä tällaisenkin tiedon kerääminen luultavasti onnistuisi bottitekniikkaa hyödyntämällä.

Viranomaisilla, kuten Verohallinnolla ja Finanssivalvonnalla olisi edelleen mahdollisuus saada tietoja nykytilaa vastaavalla tavalla. Lisäksi viranomaisinstanssit voisivat hyödyntää hallintarekisteriliitteen tietoja tarkoituksenmukaiseksi katsomallaan tavalla.

4.5.4. Arvioidut kustannusvaikutukset

Tietojen toimittamiseen, keräämiseen ja julkisena pitämiseen liittyvät välittömät kustannukset kohdistuisivat ensisijaisesti arvopaperikeskukseen ja tietoja toimittaviin hallinnointiketjun osapuoliin. Mainitut tahot ovat jo nyt velvollisia julkistamaan tällaisiin kustannuksiin liittyvät hinnastonsa – ilman tarkempaa tietoa ehdotetun toimintamallin edellyttämistä tarkoista tietomääristä tarkemman kokonaiskustannusarvion antaminen on kuitenkin hankalaa.

Lähtökohtaisesti voitaneen todeta, että arvopaperikeskukselle ehdotetusta mallista aiheutuvat kustannukset olisivat todennäköisesti kohtuullisia. Arvopaperimarkkinoita koskevan kansainvälisen sääntelyn ja valvonnan johdosta arvopaperikeskukset ovat

luotettavia ja vakaita ja noudattavat jo ennestään varsin tiukkoja toiminnan järjestämistä, harjoittamista ja vakautta koskevia vaatimuksia, joihin sisältyy myös velvollisuus toteuttaa kaikki perustellut toimet petosten ja laiminlyöntien vähentämiseksi.²⁰¹ Lisäksi arvopaperikeskukset hyödyntävät nykyisen sääntelyn puitteissa tehokkaasti automaattista tietojenkäsittelyä ja tarjoavat omistusluetteloiden ylläpitoon liittyviä palveluita, minkä johdosta voidaan odottaa, ettei arvopaperikeskuksille aiheutuisi kohtuutonta taakkaa järjestelmien ja käytänteiden mukauttamisesta vastaamaan ehdotettua mallia.²⁰²

Arvopaperikeskuksiin sovelletaan lisäksi jo nyt tiukkoja tietojen säilyttämistä ja käsittelyä koskevia vaatimuksia, joiden mukaan arvopaperikeskusten on muun muassa säilytettävä kaikki tiedot kaikista suoritetuista palveluista vähintään kymmenen vuoden ajan.²⁰³ Koska tietojen käsittelyyn ja säilyttämiseen liittyvät sääntelyvaatimukset ovat jo nykyisellään varsin kattavia, ei hallintarekisteröityjen osakkeiden omistustietojen voida tässä ehdotuksessa kuvatulla tavalla ylläpidettyinä katsoa lisäävän arvopaperikeskusten taakkaa tavalla, joka olisi epätarkoituksenmukainen tai erityisen kriittinen. Lisäksi henkilötietojen suojaamiseen liittyvistä näkökulmista tarkasteltuna etenkin suomalaista arvopaperikeskusta voidaan pitää varsin luotettavana ja järjestäytyneenä tietojen käsittelijänä ja/tai rekisterinpitäjänä sen toimiessa jatkuvan viranomaisvalvonnan alaisena ja sen käsitellessä jo nykyisellään suurta määrää henkilötietoja (esim. kaikkien arvo-osuusjärjestelmään rekisteröityjen liikkeeseenlaskijoiden suomalaisten henkilöosakkaiden tiedot). Näin ollen hallintarekisteriliitteeseen liittyvän suoran kustannustaakan voidaan olettaa olevan arvopaperikeskuksen osalta varsin maltillinen.

SHRD II -direktiivin kansallisen implementoinnin mukaisesti tietojen pyytäjä on lähtökohtaisesti vastuussa tietopyynnöstä aiheutuvista kustannuksista. Tyyppitilanteessa tämä on kyselyoikeuttaan käyttävä liikkeeseenlaskija. Kun liikkeeseenlaskija on osoittanut tehtävän kolmannelle, vastaa liikkeeseenlaskija usein tällaiselle palveluntarjoajalle liikkeeseenlaskijan lukuun tehtyjen kyselyjen aiheuttamista kustannuksista. On kuitenkin epäselvää, miten tietojen toimittamiseen liittyvät kustannukset voitaisiin kohdistaa silloin, kun lainsäädäntö edellyttäisi oma-aloitteista tietojen toimittamista hallintarekisteröinnin hoitajalta. Yleisen tietämyksen valossa voitaneen olettaa, että nämä kustannukset vyörytettäisiin sopimusperusteisesti hallintaketjussa eteenpäin siten, että ne tulisivat lopulta sijoittajan maksettavaksi. Kustannusten määrä olisi tällöin riippuvainen paitsi hallintaketjun osapuolten määrästä myös esimerkiksi eri valtioissa mahdollisesti voimassa olevasta lainsäädännöstä. Näin ollen sijoittajalle aiheutuvia kustannuksia on lähes mahdotonta arvioida ennakolta.

Vaihtoehdosta ei koituisi erityisiä tietojen saataville asettamiseen tai niiden ylläpitoon liittyviä kustannuksia rekisteriviranomaisille (PRH, AVI ym.) tai muille vastaaville valtionhallintoon ja julkiseen sektoriin kuuluville tahoille, Finanssivalvonta poislukien. Finanssivalvonnalle voisi aiheutua lisäkustannuksia, mikäli osakasluetteloiden ja

²⁰¹ Ks. esim. APK-asetus, perustelujen kohta 20.

²⁰² Ks. esim. Valtiovarainministeriö 2014: Ylä-Jaakkolan eriävä mielipide. Ylä-Jaakkola on eriävän mielipiteen antohetkellä toiminut Euroclear Finland Oy:n päälakimiehenä, joten kannanottoon sisältyviä lähtökohtia voidaan luotettavasti pitää arvopaperikeskuksen näkökulmasta asianmukaisina.

²⁰³ APK-asetus, perustelujen kohta 55.

hallintarekisteriliitteiden ylläpito katsottaisiin sellaiseksi merkittäväksi asiaksi, jota tulisi valvoa uusilla toimenpiteillä jo nykyisten valvontatoimenpiteiden lisäksi.

4.5.5. Vaikutukset markkinoihin ja yhteiskuntaan

On vaikeaa ennustaa, miten vaihtoehdon toteutus vaikuttaisi ulkomaalaisten sijoittajien halukkuuteen sijoittaa suomalaisiin pörssiyhtiöihin. On mahdollista, että hallintaketjun tiedonantovelvollisuuden aiheuttamat ja lopulta sijoittajaan kohdistuvat sijoittamiseen liittyvät sivukulut vaikuttaisivat jossain määrin negatiivisesti sijoitushalukkuuteen. Tämä vaikuttaisi pörssin houkuttelevuuteen näkyen muun muassa kaupankäyntivolyyymeissa. Tämä voisi myös näkyä suomalaisten liikkeeseenlaskijoiden rahoitusmahdollisuuksia heikentävällä tavalla esimerkiksi suunnatuissa osakeanneissa, listautumisissa ja muissa vastaavissa rahoituksen hankintatavoissa. Toisaalta lisääntynyt läpinäkyvyys lisäisi markkinoiden luotettavuutta ja mahdollistaisi myös sijoittajille laajemman tietopohjan sijoituspäätöksensä tueksi, mikä voisi osaltaan kannustaa ulkomaalaisia sijoittajia valitsemaan salkkuunsa suomalaisia yhtiöitä.

Ehdotettu toimintamalli lisäisi suomalaisen arvopaperikeskuksen vastuita. Lisäksi tämä vaihtoehto lisäisi hallintarekisteröintien hoitajien sekä hallintaketjuun kuuluvien osapuolten velvollisuuksia riippumatta siitä, sijaitsevatko nämä kotimaassa vai ulkomailla. Vastuiden ja velvollisuuksien lisäys voisi näkyä esimerkiksi lisääntyneenä resurssitarpeena tai tarpeena kehittää tietojärjestelmiä tai tehdä kokonaan uusia järjestelmäinvestointeja.

Läpinäkyvyyden lisäämisellä voidaan tyypillisesti katsoa olevan myönteisiä vaikutuksia talousrikollisuuden, väärinkäytösten ja harmaan talouden ehkäisyssä. Ehdotetussa mallissa hallintarekisteröityjen osakkeiden omistajien tiedot olisivat vaihtoehdossa kuvatut rajat huomioiden julkisia, jolloin esimerkiksi suomalaisten henkilöiden ulkomaalaisten holdingyhtiöiden kautta tekemät sijoitukset olisi kohtuullisen helppo selvittää siltä osin, kun myös tällaisen holdingyhtiön kotivaltion lainsäädäntö mahdollistaa omistustietojen saamisen. Koska vastaavaa läpinäkyvysperiaatetta ei kuitenkaan noudateta laajasti muissa valtioissa ja suomalaiseen lainsäädäntöön sisältyy jo useita elementtejä, joilla pyritään ehkäisemään oman valtion kansalaisten ja asukkaiden mahdollisuuksia kiertää hallintarekisteröintikieltoa, ei ehdotetun vaihtoehdon voida olettaa vaikuttavan merkittäväällä tavalla tähän ilmiöön.

4.5.6. Yhteenveto

Esitetty vaihtoehto, "Ruotsin malli", olisi käytännössä linjassa kansainvälisen sääntelyn kanssa ja vaihtoehdossa on kiinnitetty huomiota yksityisyydensuojaa koskeviin kysymyksiin. Arvopaperikeskus olisi esitetyllä tavalla luonteva tietojen ylläpitäjä ja vaihtoehto lisäisi läpinäkyvyyden tasoa merkittävästi. Myös vaihtoehtoon liittyvät kustannukset olisivat oletettavasti kohtuullisia.

Koska esitetty vaihtoehto perustuisi hallintaketjusta saataviin tietoihin, olisi sen toimivuuden kannalta olennaista, että ulkomaiset säilyttäjät suostuvat toimittamaan pyydettyjä tietoja. Suurin ongelma tämän toimintavaihtoehdon osalta onkin, ettei kansallisella lainsäädännöllä voida riittäväällä tavalla varmistua hallintaketjun osapuolten halukkuudesta ja kyvykkyydestä noudattaa oma-aloitteista tietojen toimittamisvelvoitetta. Lisäksi, mikäli tietojen välittämiseen liittyvät kustannukset vyöryisivät palvelumaksujen ja

muiden veloituslaskujen kautta hallintaketjun päässä olevan sijoittajan maksettavaksi, olisivat vaikutukset Suomen arvopaperimarkkinoiden houkuttelevuuteen luultavasti negatiivisia.

4.6. Yhteenveto vaihtoehtojen arvioinnista

Mahdollisina toimintavaihtoehtoina on esitetty julkisen rekisterin perustaminen, liputusvelvollisuuden raja-arvojen muuttaminen sekä arvopaperikeskuksen ylläpitämästä hallintarekisteriliitteestä säätäminen.

Patentti- ja rekisterihallituksen ylläpitämään rekisteriin liittyy useita haasteita. Edellä kuvatulla tavalla päivittäisen tiedon saattaminen julkiseen rekisteriin on arvopaperimarkkinoiden luonteen, kuten päiväkohtaisuuden, kansainvälisyyden ja pirstaloitumisen, sekä olemassa olevien teknisten ratkaisujen puutteellisuuden vuoksi käytännössä mahdotonta. Tiedon vanheneminen on puolestaan ristiriidassa henkilötietojen käsittelyyn ja yksityisyydensuojaan liittyvien näkökulmien kanssa. KPMG:n näkemyksen mukaan ehdotettu vaihtoehto ei muuttaisi tai parantaisi tietojen yleisjulkisuuden tai myöskään viranomaisjulkisuuden tasoa merkittävästi, mutta se voisi vaikuttaa kielteisellä tavalla Suomen arvopaperimarkkinoiden houkuttelevuuteen ja aiheuttaisi lisäksi kustannuksia arvopaperimarkkinoiden osapuolille ja rekisterinpitäjälle. Vaihtoehdosta seuraavia kielteisiä vaikutuksia ei KPMG:n näkemyksen mukaan voida perustella sen avulla saavutettavilla hyödyillä, eikä esitettyä vaihtoehtoa tästä johtuen voida suositella.

Liputusvelvollisuuden raja-arvojen muuttaminen esitetyllä tavalla olisi puolestaan oikeudellisten kysymysten näkökulmasta mahdollista sekä kustannusvaikutuksiltaan muihin läpinäkyvyyttä lisääviin vaihtoehtoihin verrattuna tehokasta. Vaihtoehto ei edellyttäisi uusia teknisiä ratkaisuja tai järjestelmiä, sillä liputusilmoitukset ja julkistukset voitaisiin toteuttaa nykyisillä prosesseilla ja toimintamalleilla. Liputusilmoitusten kautta yleisön saama informaatio on ajantasaista ja verrattaen kattavaa.

Liputusvelvollisuuden raja-arvojen muutoksesta aiheutuisi lisäkustannuksia erityisesti liikkeeseenlaskijoille ja Finanssivalvonnalle. Lisäkustannukset aiheutuisivat sen johdosta, että julkistettavia liputusilmoituksia olisi aikaisempaa enemmän. Raja-arvojen muuttaminen voisi myös vaikuttaa negatiivisella tavalla Suomen arvopaperimarkkinoiden houkuttelevuuteen. Raja-arvojen muuttamista tulisi näin ollen perustella erityisen tarkkaan muutoksen heikentäessä yksityisyyden suojaa ja aiheuttaessa mainittuja lisäkuluja sekä ylimääräistä hallinnollista työtä. Liputusrajan laskemista voidaan kuitenkin pitää teknisesti toteutuskelpoisena vaihtoehtona sikäli, kun ei oteta huomioon edellä kuvattuja negatiivisia vaikutuksia.

Niin sanotun "Ruotsin mallin" osalta voidaan todeta, että arvopaperikeskus olisi varsin luonteva omistajatietojen ylläpitäjä sen ylläpitäessä jo nyt arvo-osuusjärjestelmään kuuluvien yhtiöiden osakasluetteloita nimenomaisen AOJSL:n säännöksen nojalla. Malli edellyttää, että omistajatiedot saadaan hallintaketjulta. Sikäli, kun hallintaketjun oma-aloitteinen tietojen toimittaminen ajantasaisena pystyttäisiin takaamaan, hallintarekisteriliite antaisi yleisölle ajantasaisen ja luotettavan kuvan liikkeeseenlaskijan osakkaista ja lisäisi näin läpinäkyvyyttä merkittäväällä tavalla. Ehdotetussa mallissa myös yksityisyyden suojaan liittyvät näkökulmat on otettu huomioon. Malliin liittyy kuitenkin se ongelma, ettei kansallisella lainsäädännöllä voida riittävällä tavalla varmistua hallintaketjun osapuolten halukkuudesta ja kyvykkyydestä noudattaa oma-aloitteista tietojen toimittamisvelvoitetta eikä tietojen kerääminen päivittäisillä kyselyillä ole käytännössä järkevää tai edes mahdollista.

”Ruotsin mallista” aiheutuvat kustannukset olisivat todennäköisesti kohtuullisia. Osakastietojen hankintaan liittyvät (liikkeeseenlaskijan ja säilytysyhteisön) kustannukset vyöryttäisiin todennäköisesti sopimusperusteisesti hallintaketjussa eteenpäin siten, että ne tulisivat lopulta sijoittajan maksettavaksi. Kustannusten määrä olisi tällöin riippuvainen paitsi hallintaketjun osapuolten määrästä myös esimerkiksi eri valtioissa mahdollisesti voimassa olevasta lainsäädännöstä. Tällaiset kustannukset vaikuttaisivat todennäköisesti jossain määrin negatiivisesti Suomen arvopaperimarkkinoiden houkuttelevuuteen.

5. Yhteenveto, johtopäätökset ja suositukset

5.1. Yhteenveto ja johtopäätökset

Selvitystyön perusteella on todettu, että kansalliseen lainsäädäntöön sisältyvää hallintarekisterikieltoa ei voida nykyisen kansainvälisen sääntelyn valossa laajentaa koskemaan ulkomaisia osakkeenomistajia. Mahdollinen läpinäkyvyyden lisääminen tulisi siis toteuttaa muilla keinoin. Valtiovarainministeriön tarjouspyynnön mukaisten vaihtoehtojen (julkinen rekisteri ja liputusvelvollisuuden raja-arvojen muutos) lisäksi on tunnistettu yksi muu toimintavaihtoehto. Näin ollen arvioinnin kohteena ovat olleet PRH:n ylläpitämä julkinen rekisteri, liputusvelvollisuuden alarajan laskeminen sekä niin sanotun ”Ruotsin mallin” mukainen arvopaperikeskuksen ylläpitämä omistajaluettelo.

Kaikki esitetyt vaihtoehdot ovat toteutettavissa lainsäädäntömuutosten ja teknisluontoisten toimenpiteiden sekä järjestelmämuutosten avulla. Harkittaessa sitä, onko vaihtoehto reaaliajassa toteuttamiskelpoinen, tulee huomioon ottaa muun muassa oikeudelliset perustelut (perusteet, joilla esimerkiksi perusoikeuksia rajoittava vaikutus voidaan oikeuttaa), tarkoituksenmukaisuus (edistääkö lakimuutos siihen liittyvine toimenpiteineen todellisuudessa tavoitteen saavuttamista riittävällä tavalla) ja taloudelliset- sekä yhteiskunnalliset vaikutukset (esimerkiksi vaikutus Suomen arvopaperimarkkinoihin). Mahdollista lakimuutosta arvioitaessa tulisi kiinnittää huomiota sekä muutoksen hyötyihin että haittoihin. Hyötyjen tulee olla merkittäviä siten, että niillä voidaan perustella aiheutuvat haitat. Läpinäkyvyyden lisäämiseen liittyviä hyötyjä ovat väärinkäytösten tehokkaampi valvonta ja todennäköisempi ilmitulo sekä sijoittajien käytössä olevan informaation lisääntyminen. Haittoja ovat puolestaan yksityishenkilöiden tietojen altistaminen väärinkäytön kohteeksi, osapuolille aiheutuvat kustannukset ja hallinnollinen taakka sekä mahdolliset negatiiviset markkinavaikutukset. Hyötyjen ja haittojen välinen punninta kulminoituu kysymykseen siitä, edistääkö toimenpide saavutettavaa tavoitetta niin merkittävästi, että riski haittojen realisoitumisesta kannattaa ottaa.

Selvitystyön aikana on ilmennyt, että viranomaisten, kuten Verohallinnon ja Finanssivalvonnan, tiedonsaantimahdollisuudet suomalaisten yhtiöiden omistajista ovat jo nykyisellään verrattaen hyvät. Omistus on myös laaja-alaisesti viranomais- ja yleisöjulkista viranomaisten tiedonsaantimahdollisuuksien, julkisten osakasluetteloiden, liputusvelvollisuuden ja tosiasiallisten edunsaajien rekisteröintivelvoitteen johdosta. Suomalaisessa yhteiskunnassa läpinäkyvyyden taso on muuhun Eurooppaan verrattuna korkea ja harmaan talouden osuus verrattaen pieni. Osakeomistusten yleisöjulkisuuden laajentaminen ei tässä selvityksessä ilmi tulleiden seikkojen valossa johda erityisen merkittävällä tavalla tilanteen parantumiseen. Yleisöjulkisuuden laajentaminen aiheuttaa tällöin tarpeettomasti kustannuksia, kilpailukyyn heikkenemistä, hallinnollista taakkaa ja mahdollista pääomapakoa. Tämän johdosta yleisöjulkisuutta ei

lähtökohtaisesti voida pitää oikeasuhtaisena tai tarkoituksenmukaisena keinona alkuperäisen tavoitteen, harmaan talouden ja väärinkäytösten ehkäisyn, saavuttamiseksi.

Mikäli lainsäädäntötyössä kuitenkin todettaisiin, että välitön ja kriittinen tarve kansallisen läpinäkyvyyden parantamiselle on olemassa, tulisi lainsäädännön kehitystyössä huomioida etenkin yhdenmukaisuus Suomea sitovan EU-sääntelyn kanssa, perusoikeuksien, kuten yksityisyyden suojan, rajoitusten asianmukaisuus, oikeasuhtaisuus ja tarkoituksenmukaisuus sekä Suomen ja suomalaisten liikkeeseenlaskijoiden kilpailukykyyn negatiivisesti vaikuttavien seikkojen minimointi ainoastaan sille tasolle, mikä on välttämätöntä tällaisen kriittisyydellä perustellun lainsäädäntötavoitteen saavuttamiseksi.

Erityistä huomiota tulisi kiinnittää siihen, että ulkomaalaisten sijoitusten ja tätä kautta ulkomailta virtaavan pääoman osuus etenkin päälistan pörssiyrityksissä on suhteellisen korkea (noin 40 %) ja näin ollen sijoittajiin suoraan tai välillisesti vaikuttavien kansallisten lainsäädäntöhankkeiden vaikutusta ulkomailta tuleviin, suomalaisia liikkeeseenlaskijoita hyödyttäviin rahavirtoihin on syytä tarkastella lainsäädäntöhankkeiden yhteydessä erityisen tarkkaan ja kriittisesti. Ulkomaisen omistuksen arvon ollessa kohdassa 1.5 kuvatulla tavalla noin 150–160 miljardia euroa, voi vähäisilläkin lainsäädäntömuutoksilla olla merkittävä kansantaloudellinen vaikutus. Ennen lainsäädännöllisiä muutoksia olisikin syytä laatia herkkyyksianalyysi valitun lainsäädäntöhankkeen määrällisestä vaikutuksesta ulkomaiseen pääomaan Suomen arvopaperimarkkinoilla. Tätä määrällistä vaikutusta tulisi verrata arvioon lainsäädäntöhankkeen avulla saavutettavasta edusta, kuten harmaan talouden vähentymisen vaikutuksesta verotuloihin. Kuten edellä on todettu, valvonta ja keinot harmaan talouden vähentämiseksi ovat jo nyt laajoja ja viranomaisilla on käytännössä hyvät mahdollisuudet saada tietoja osakeomistuksista, minkä vuoksi tässä selvityksessä kuvatuilla toimenpiteillä tuskin olisi sellaista väärinkäytöksiä ehkäisevää vaikutusta, jonka vuoksi olisi perusteltua tai kansantalouden kannalta järkevää ottaa riskiä siitä, että Suomen arvopaperimarkkinoiden kiinnostavuus heikkenisi sijoittajien näkökulmasta.

Vaikka välitöntä ja kriittistä tarvetta läpinäkyvyyden lisäämiselle ei ole havaittu, on selvitystyön tuloksena alkuperäisen toimeksiannon mukaisesti esitelty kolme toimintamallia läpinäkyvyyden lisäämiseksi. Esitettyjen toimintamallien lisäksi selvityksen puitteissa on kartoitettu mahdollisuuksia hallintarekisteröintikiellon laajentamiseksi ja rajoitetusti uudenlaisten teknologisten innovaatioiden tarjoamia mahdollisuuksia. Selvityksessä on todettu, ettei hallintarekisteröintikieltoa ole EU-sääntelystä aiheutuvan ristiriidan johdosta mahdollista laajentaa. Selvityksessä ei ole myöskään kyetty löytämään sellaista riittävän luotettavaa ja nykyiseen oikeustilaan soveltuva uudenlaista teknologista ja innovatiivista ratkaisua, jolla läpinäkyvyyttä olisi voitu tarkoituksenmukaisella tavalla edistää. Esimerkiksi valtiovarainministeriön tarjouspyynnössä nimenomaisesti mainittujen ja selvityksen kohdassa 2.6 käsiteltyjen lainsäädäntöhankkeiden ei voida katsoa merkittävällä tavalla lisäävän hallintarekisteröityjen osakeomistusten läpinäkyvyyttä, koska kyseisiin lainsäädäntöhankkeisiin liittyviä uudenlaisia markkinainstrumentteja ei etenkin Suomessa vaihdeta laajasti ja nykyisellään laajemmin tunnetut teknologiat, kuten lohkoketjuteknologia ja muut kryptovaluuttoihin liittyvät teknologiset ratkaisut, perustuvat nimenomaisesti läpinäkyvyyden sijaan anonymiteetille.

Toimintamalleista kahta, liputusrajan laskemista ja Ruotsissa omaksutun hallintarekisteriliitteen käyttöönottoa voidaan pitää teknisesti ja juridisesti toteutuskelpoisina sikäli, kun ei oteta huomioon niiden edellä kuvattua vaikutusta Suomen arvopaperimarkkinoiden kilpailukykyyn ja ulkomaisten sijoittajien mielenkiintoon. Jo aikaisemman lainsäädäntötyön yhteydessä ehdotettuun julkiseen rekisteriin (kohdassa 4.3 esitetty toimintavaihtoehto) liittyy monia kysymyksiä, epävarmuustekijöitä

ja ristiriitaisuuksia, joita ei realistisesti voida ratkaista ja joiden vuoksi kyseistä toimintamallia ei voida suositella. Esimerkkinä mainittakoon käytännön mahdottomuus rekisteröidä täysin ajantasaista tietoa. Tiedon ajantasaisuus ja vanhentuneiden tietojen korjaaminen tai poistaminen on kriittistä erityisesti tietosuojasääntelyyn ja yksityisyyden suojaamiseen liittyvien näkökulmien kannalta.

Sekä nykyistä alhaisempaan liputusrajaan että yleisöjulkiseen hallintarekisteriliitteeseen perustuvat toimintamallit ovat käytössä tietyissä EU:n jäsenvaltioissa. Alhaisempaa liputusrajaa noudatetaan muun muassa Espanjassa, Alankomaissa ja Unionin ulkopuolella Iso-Britanniassa. Ruotsissa läpinäkyvyyttä on lisätty ottamalla käyttöön kaikkien saatavilla oleva, arvopaperikeskuksen ylläpitämä osakasluettelon hallintarekisteriliite. Verrattaessa Suomea edellä mainittuihin valtioihin on kuitenkin hyvä huomioda, että kyseisten valtioiden pääomamarkkinat ovat huomattavasti Suomea suurempia ja yhteiskunnalliset sekä kansantaloudelliset lähtökohdat merkittävästi erilaisia. Esimerkkimaiden bruttokansantuotteet ovat merkittävästi suurempia, kuin Suomen bruttokansantuote.²⁰⁴ Mitään mainituista valtioista ei siis markkinoiden koon ja luonteen osalta voida pitää suoraan verrannollisena Suomeen, eikä johtopäätöksiä parhaiten soveltuvasta toimintamallista voida tehdä pelkästään muualla käytössä olevien mallien perusteella.

Kummankin toteutuskelpoisen mallin rajoitteena on kohdistuminen ainoastaan säännellyllä markkinalla liikkeeseenlaskijoina toimivien yhtiöiden osakkeenomistajien tietoihin. Näin ollen monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä osakkeita ja osuuksia liikkeeseen laskeneiden yhtiöiden osalta läpinäkyvyyttä ei näiden toimintamallien puitteissa lisättäisi. Tätä rajausta voidaan perustella erityisesti monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän tarkoituksella, luonteella ja hallintarekisteröintien pienellä määrällä. First North -kauppapaikkaa on tyypillisesti pidetty pääomamarkkinoiden ponnahduslautana ja ensiaskeleena kohti Pörssin päälistaa. Listasiirtymät First Northista Helsingin tai Tukholman päälistalle 1–5 vuoden kuluessa ovat jossain määrin tavanomaisia. Käytännössä First North tarjoaa listautujan osakkeelle tai muulle rahoitusvälineelle päälistaa vastaavat kaupankäyntiolosuhteet, joissa kauppaa käydään reaaliajassa. Monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään kohdistuva sääntely ja liikkeeseenlaskijoille asetetut hallinnolliset vaatimukset ovat kuitenkin huomattavasti suppeampia, mikä mahdollistaa myös kasvavien yritysten listautumisen. Listalleottovaatimukset ovat kevyemmät kuin pörssilistalle haettaessa, eikä yhtiön ei tarvitse laatia pörssilistaukseen liittyvää esitettä eikä listauskomiteakäsittelyä edellytetä. Taloudellisen raportoinnin osalta yhtiö on velvollinen julkistamaan vain tilinpäätöksen ja puolivuotiskatsauksen. Yhtiön ei tarvitse laatia tilinpäätöstään IFRS -standardin mukaisesti, ellei yhtiö hakeudu nimenomaisesti First North Premier -segmentille. Nämä kevyemmät vaatimukset helpottavat erityisesti pienempien yhtiöiden hakeutumista kaupankäynnin kohteeksi.²⁰⁵ Näin ollen merkittävät kansalliset lainsäädäntömuutokset, jotka lisääisivät First North -yhtiöiden hallinnollista taakkaa nykyisestä ja asettaisivat ne samaan asemaan säännellyllä markkinalla toimivien liikkeeseenlaskijoiden kanssa, olisivat periaatteellisella tasolla koko First North -kauppapaikan tarkoituksen ja perusajatuksen vastaisia. Lisäksi hallintarekisteröityjen osakeomistusten määrä on monissa First North -yhtiöissä hyvin

²⁰⁴ Ks. esim. OECD (2023), Gross domestic product (GDP) (indicator).

²⁰⁵ Pörssisäätiö 2014, s. 12.

pieni, jolloin erityisiä toimenpiteitä näiden osakeomistusten tuomiseksi yleisöjulkisuuden piiriin voidaan pitää yllimitoituina.²⁰⁶

Toteutuskelpoiset mallit eroavat toisistaan velvollisuuksien kohdentamisessa. Liputusvelvollisuus kohdistuu osakkeenomistajaan, jonka on toimitettava ilmoitus Finanssivalvonnalle ja liikkeeseenlaskijalle. Liikkeeseenlaskija on tämän jälkeen velvollinen julkaisemaan ilmoituksen. Hallintarekisteriliitteen ylläpitovelvollisuus kohdistuisi puolestaan nimenomaisen osakasluettelon ylläpitoon kohdistuvan tehtävien siirron perusteella arvopaperikeskukselle.

Molemmat mallit tarjoavat yleisölle pääsyn lähes ajantasaiseen tietoon. Etenkin hallintarekisteriliitteeseen perustuvaan malliin liittyy kuitenkin se ongelma, ettei kansallisella lainsäädännöllä voida riittävällä tavalla varmistua hallintaketjun osapuolten halukkuudesta ja kyvykkyydestä noudattaa oma-aloitteista tietojen toimittamisvelvoitetta. Tällöin tietojen ajantasaisuuden varmistaminen jäisi arvopaperikeskuksen vastuulle. Lienee perusteltua olettaa, että päivittäisten tietopyyntöjen lähettäminen olisi paitsi työlästä, myös mahdollisesti turhaa, kun ajantasaisten tietojen saaminen tällaisten pyyntöjen avulla on käytännössä vähintäänkin erittäin haastavaa, ellei jopa mahdotonta. Teoriassa sama ongelma voi liittyä myös liputusvelvollisuuden noudattamiseen – tässä suhteessa sääntelyn ollessa EU-tasolla harmonisoitua ja yksiselitteisempää nimenomaisen velvoitteen sisältyessä jo EU-sääntelyyn, lienee riski kuitenkin pienempi.

Yksittäisiä sijoittajia on molemmissa toteutuskelpoisissa malleissa pyritty suojaamaan ensinnä siten, ettei tietoa yksittäisen sijoittajan omistuksista voida suoraan ilman manuaalista työtä saada ehdotettujen ratkaisujen avulla. Ratkaisut perustuvat siihen, että läpinäkyvyyttä lisätään liikkeeseenlaskijan ja liikkeeseenlaskijan osakastietojen osalta – ei yksittäisen sijoittajan sijoitusportfolion. Toisaalta molemmissa vaihtoehdoissa on ehdotettu tietojoukolle alarajaa, jonka tarkoituksena on rajata pienimmät osakkeenomistajat yleisöjulkisuuden ulkopuolelle, mutta myös rajoittaa velvoitettuihin kohdistuvaa hallinnollista taakkaa siltä osin, kun sitä ei voida katsoa tarkoituksenmukaiseksi.

Ehdotetut rajat poikkeavat toisistaan melko paljon. Sopivien rajoitusten määrittelemiseksi lainsäätäjän tulisi edellä kuvatulla tavalla arvioida väärinkäytösten ja harmaan talouden todellista riskiä ja sen aiheuttamia euromääräisiä haittoja sekä ehdotettujen rajausten tosiasiallisia vaikutuksia näihin. Alla ehdotetut vaihtoehdot rajoituksille on esitetty vertailun helpottamiseksi rinnakkain hyödyntäen jo kohdassa 1.5 tarkasteltuja sattumanvaraisesti valittuja suomalaisyhtiöitä. Taulukoissa esitettyjen lukujen osalta erityistä huomiota on syytä kiinnittää kunkin rajoituksen seurauksena syntyvään osakemääräiseen raja-arvoon, joka on todellisuudessa se raja, jonka alittavat omistukset eivät tulisi yleisöjulkiseksi. Tiedot perustuvat yhtiöiden kaupparekisteriotteiden mukaisiin osakemääriin per 1.6.2023.

²⁰⁶ Valtiovarainministeriö julkaisi 8.8.2023 luonnoksen hallituksen esityksestä eduskunnalle arvopaperimarkkinalain muuttamisesta (VM039:00/2023). Luonnoksessa ehdotetaan liputusvelvoitteen laajentamista koskemaan monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän liikkeeseenlaskijoita. Muutostarvetta on perusteltu muun muassa sillä, että First North -yhtiöt ovat alkaneet ottaa vapaaehtoisesti yhtiöjärjestyksiinsä määräyksiä liputusvelvollisuudesta. Luonnoksessa ei kuitenkaan ole käsitelty sen yhdenmukaisuutta avoimuusdirektiivin kanssa tai velvollisuuden laajentamiseen mahdollisesti liittyviä negatiivisia vaikutuksia laajasti tai syvällisesti.

Yhtiön nimi	Osakkeiden kokonaismäärä (kpl)	0,5 % osakkeista (kpl)
Kesko	400 079 008	2 000 395
Kemira	155 342 557	776 713
Orion	141 134 278	705 671
Rovio	82 963 825	414 819
Fortum	897 264 465	4 486 322
Terveystalo	127 036 531	635 183
Kone	529 395 860	2 646 980
PuUILo	84 776 953	423 885
Huhtamäki	107 760 385	538 802
Wärtsilä	591 723 390	2 958 617

Taulukko 3: Osakkeiden kokonaismäärä ja raja-arvo, jos yleisöjulkisuuden rajaksi asetetaan 0,5 % osakkeiden kokonaismäärästä (vrt. samassa vaihtoehdossa ehdotettu ja Ruotsissa käytössä oleva rajaus 500 osaketta). Tiedot per 1.6.2023.

Yhtiön nimi	Osakkeiden kokonaismäärä (kpl)	3 % osakkeista (kpl)
Kesko	400 079 008	12 002 370
Kemira	155 342 557	4 660 277
Orion	141 134 278	4 234 028
Rovio	82 963 825	2 488 915
Fortum	897 264 465	26 917 934
Terveystalo	127 036 531	3 811 096
Kone	529 395 860	15 881 876
PuUILo	84 776 953	2 543 309
Huhtamäki	107 760 385	3 232 812
Wärtsilä	591 723 390	17 751 702

Taulukko 4: Osakkeiden kokonaismäärä ja raja-arvo, jos liputusvelvollisuuden rajaksi asetetaan nykyisen 5 % sijaan 3 %. Tiedot per 1.6.2023.

Yhtiön nimi	Osakkeiden kokonaismäärä (kpl)	0,5 % osakkeista (kpl)	3 % osakkeista (kpl)
Kesko	400 079 008	2 000 395	12 002 370
Kemira	155 342 557	776 713	4 660 277
Orion	141 134 278	705 671	4 234 028
Rovio	82 963 825	414 819	2 488 915
Fortum	897 264 465	4 486 322	26 917 934
Terveystalo	127 036 531	635 183	3 811 096
Kone	529 395 860	2 646 980	15 881 876
Puulo	84 776 953	423 885	2 543 309
Huhtamäki	107 760 385	538 802	3 232 812
Wärtsilä	591 723 390	2 958 617	17 751 702

Taulukko 5: Osakkeiden kokonaismäärä ja 0,5 % (hallintarekisteriliite) sekä 3 % (liputusvelvollisuus) mukaiset määrät vertailtuna.

Kummankaan toteutusvaihtoehdon aiheuttamista kuluista tai tarvittavista investoinneista ei voida antaa tarkkoja tai kovinkaan perusteltuja arvioita ilman liikkeeseenlaskijoiden, arvopaperikeskuksen ja mahdollisten muiden sidosryhmien kuulemista. Voidaan kuitenkin todeta, että liputusvelvollisuudesta syntyvät kulut kohdistuvat ensi sijassa sijoittajiin ja liputusilmoituksen julkaisun kulut liikkeeseenlaskijoihin. On epävarmaa, kuinka paljon ilmoitusten määrä lisääntyisi ja kuinka suuria lisäkuluja alarajan alentaminen kahdella prosenttiyksiköllä aiheuttaisi nykytilaan verrattuna. Koska pörssiyhtiöiden omistus jakautuu tyypillisesti muutamien suurempia osuuksia omistavien ja laajalle hajautuneen vähemmistöomistajakunnan kesken, lienee todennäköistä, että jo kahden prosenttiyksikön muutos liputusrajassa aiheuttaisi liputusilmoitusten määrän merkittävän nousun.

Hallintarekisteriliitteen ylläpitoon ja tietojensaantiin liittyvät kulut vyöryisivät todennäköisesti eri palveluntarjoajien kautta liikkeeseenlaskijoille ja sijoittajille. Myöskään kulujen määrään on vaikea ottaa kantaa tietämättä sitä, kuinka paljon liitteen ylläpito lisäisi arvopaperikeskuksen resurssitarvetta ja kuinka suuria kuluja tietojen toimittamisesta ja/tai pyytämisestä syntyisi. On syytä huomioida, että aikaisemmassa tutkimustyössä on todettu, että arvopaperikeskuksessa ylläpidettyyn osakastietoon voi liittyä haasteita, sillä säilytysketjujen rakenteesta johtuen tieto osakkeenomistajista hajaantuu useaan eri haaraan. Tällöin tilinhoitajilta saatuja tietoja ei aina ole mahdollista liittää arvopaperikeskuksessa pidettävään osakasluetteloon luotettavalla tavalla. Toisaalta esimerkiksi arvopaperikeskuksen toimintaa syvällisesti ymmärtävä Yli-Jaakkola on todennut, että arvopaperikeskuksella on paras ja ajantasaisin tieto omistuksista.

Teknisestä näkökulmasta voidaan todeta, että prosessit ja järjestelmät kummankin toimintamallin käyttöönotolle ja ylläpitämiselle ovat jo käytännössä olemassa. Etenkin liputusilmoitusten ja niiden julkistamisen osalta lienee selvää, ettei merkittäviä muutoksia sijoittajien ja liikkeeseenlaskijoiden jo nyt käyttämiin teknisiin ratkaisuihin, menettelytapoihin tai prosesseihin tarvita. Koska arvopaperikeskus ylläpitää jo nyt ajantasaisia osakasluetteloita ja tarjoaa omistajuuteen liittyviä palveluita, lienee perusteltua olettaa myös, että hallintarekisteriliitteen ylläpito onnistuisi ilman merkittäviä järjestelmämuutoksia tai -investointeja.

Tämän selvityksen puitteissa tehdyn kokonaisarvion ja edellä kuvattujen seikkojen perusteella on katsottu, että kahdesta jäljelle jäävästä mallista liputusvelvollisuuden alaraja soveltuisi vaihtoehtoista paremmin läpinäkyvyyden parantamiseen Suomessa.

Kaikkien tässä selvityksessä esitettyjen toimintavaihtoehtojen osalta on syytä erikseen arvioida sitä, onko tietojen toimitus- tai ylläpitovelvollisuuden tehosteeksi syytä asettaa uusia sanktioita. Vastaavissa velvollisuuksissa sanktiot ovat tyypillisesti hallinnollisia (esim. viranomaisen määräämät rike- ja seuraamusmaksut). Sanktioiden osalta tulee erityisesti kiinnittää huomiota seuraamuksen oikeasuhtaisuuteen ja yhdenmukaisuuteen kansallisen lainsäädännön ja EU-sääntelyn kanssa. Lisäksi on harkittava sitä, onko kyse tietyn viranomaisen määräämästä seuraamuksesta, johon sovelletaan hallintolakia (434/2003) ja sen mukaisia menettelyjä vai seuraamuksesta, jonka määrääminen asetetaan tuomioistuimen tehtäväksi. Tuomioistuimen määräämiin hallinnollisiin sanktioihin sovelletaan oikeudenkäynnistä hallintoasioissa annettua lakia (808/2019).

5.2. Suositukset

Valtiovarainministeriön tarjouspyynnön ja KPMG:n saaman toimeksiannon mukaisesti tässä selvityksessä tulee esittää toimintasuositukset, jotka perustuvat selvityksen johdannossa kuvattuun tiedontarpeeseen ja selvityksessä saatuihin tuloksiin. Mikäli suositusta ei voida antaa, tulee tätä koskeva lopputulos perustella.

Kuten edellä kohdassa 5.1 on todettu, osakeomistusten julkisuuden nykytila on Euroopan tasoon verrattuna hyvä. Osakeomistusten yleisöjulkisuuden laajentaminen ei tässä selvityksessä ilmi tulleiden seikkojen valossa johda merkittävällä tavalla tilanteen parantumiseen, vaan pikemminkin aiheuttaa tarpeettomasti kustannuksia, kilpailukyvyyn heikkenemistä, hallinnollista taakkaa ja mahdollista pääomapakoa. Tämän johdosta yleisöjulkisuutta ei lähtökohtaisesti voida pitää oikeasuhtaisena tai tarkoituksenmukaisena keinona alkuperäisen tavoitteen, harmaan talouden ja väärinkäytösten ehkäisyyn, saavuttamiseksi. Näin ollen toimintasuositusta ei voida antaa.

Vaikka toimintasuositusta ei voida antaa, voidaan eri toimintavaihtoehtoista parhaiten soveltuvaksi todeta liputusvelvollisuuden kansallisten raja-arvojen muuttaminen. Eri toimintavaihtoehtoista liputusrajojen muuttamisella voidaan saavuttaa verrattain merkittävä parannus läpinäkyvyyteen, sillä tiedot ovat ajantasaisia, kattavia ja yleisön saatavissa suoraan liikkeeseenlaskijoiden verkkosivuilla. Vaihtoehto mahdollistaa sen, että perusoikeuksia rajoitetaan ainoastaan perusteltavissa olevalla tavalla. Myös vaihtoehtoon liittyvät perustamiskustannukset ovat verrattain matalat tarvittavien prosessien ollessa jo käytössä. Liputusrajojen muuttaminen lisää läpinäkyvyyttä nykyllä lainsäädäntöä vain vähäisessä määrin muuttavalla tavalla, mikä edesauttaa oikeusvarmuutta ja lainsäädännön johdonmukaisuutta. Kansainvälinen sääntely ei rajoita muutoksen implementointia kansalliseen lainsäädäntöön tältä osin. Vaihtoehtoa voidaan pitää esitetyistä vaihtoehtoista todennäköisimmin sellaisena, jonka on mahdollista saada yhteiskunnallista kannatusta.

Tämä selvitys on toteutettu valtiovarainministeriölle ennakkoon toimitetun selvityssuunnitelman mukaisesti. Suunnitelma ei ole sisältänyt sidosryhmähaastatteluja tai -lausuntoja, eikä tämän selvitystyön yhteydessä näin ollen ole haastateltu sidosryhmiä. Sidoryhmien näkemys tässä selvityksessä esitetyistä seikoista ja vaihtoehtoista sekä näiden vaikutuksista perustuu aikaisempiin lausuntopyyntöihin ja selvityksiin. Mikäli toimenpiteisiin ryhdytään, suosittelemme, että vähintään merkittävimmiltä sidosryhmiltä pyydetään kannanotto asiaan. Lisäksi, kuten edellä on jo todettu, erityistä huomiota on syytä kiinnittää toimenpiteiden avulla saatavan taloudellisen

hyödyn määrälliseen arviointiin ja tämän vertailuun mahdollisiin kansantaloudellisiin (negatiivisiin) vaikutuksiin. Tämän selvitystyön puitteissa selkeiden määrällisten kustannusvaikutusten arvioiminen on haastavaa ja tällaisten arvioiden antaminen edellyttäisi laajempaa taloustieteellistä tutkimusta tai kohdennettua markkinatutkimusta. Lähtökohtaisesti voidaan kuitenkin olettaa, että kiristynyt sääntely ja lisääntyvät velvoitteet vaikuttavat Suomen markkinan kilpailukykyyn ja ulkomaalaissijoittajien sijoitushalukkuuteen negatiivisesti. On suositeltavaa, että mikäli toimenpiteisiin ryhdytään, selvitetään valitun toteutustavan markkinavaikutukset erikseen pelkästään näihin vaikutuksiin keskittyvällä tutkimuksella ja herkkyysanalyysillä.

VIITTEET

Kirjallisuus ja julkaisut

Ahonen T. (2017) 'Viestinnän muuttuva sääntely', Korpisaari P. (toim.) Viestintäoikeuden muuttuva sääntely: viestintäoikeuden vuosikirja 2016. Helsingin yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta.

Hallberg P., Karapuu H., Ojanen T., Scheinin M., Tuori K., Viljanen V-P. (2011) Perusoikeudet. Alma Talent Oy.

Hirvonen M., Lith P., Walden R. (2010) Suomen kansainvälistyvä harmaa talous. Eduskunnan tarkastusvaliokunnan julkaisu 1/2010.

Hoppu E., Hoppu K., Hoppu K. (2020) Kauppa- ja varallisuus-oikeuden pääpiirteet. Alma Talent.

Korhonen R. (2003) Perusrekisterit ja tietosuojat. Edita.

Kyläkallio J., Iiro O., Kyläkallio K. (2015) Osakeyhtiö I. Edita.

Liljebloom E. (2010) Arvopaperien moniportaisen hallinnan ja hallintarekisteröinnin laajentamisen taloudelliset vaikutukset. Valtiovarainministeriön julkaisu 32/2010.

Marjosola, H. (2012) Suomen yleisen arvopaperioikeuden modernisointi – arvopaperitililain kynnyksellä. Lakimies 2/2012 s. 303–326.

Marjosola H. (2018) Pörssi-yhtiöiden omistuksen julkisuus Suomessa: EU-oikeudellinen selvitys. Valtiovarainministeriön julkaisu 30/2018.

Marjosola H. (2020) Osakeomistuksen julkisuus ja EU-oikeus: suomalainen hallintarekisteröintikielto Euroopan yhdentyvillä pääomamarkkinoilla. Lakimies 3–4/2020 s. 400–430.

Mäenpää O. (2013) Hallinto-oikeus. Sanoma Pro Oy.

Ojanen T. (2016) EU-oikeuden perusteita. 3. uudistettu laitos. Edita.

Prechal S. (2005) Directives in EC Law. 2nd ed. Oxford University Press.

Voutilainen T. (2019) Oikeus tietoon – informaatio-oikeuden perusteet. Edita.

Lait, asetukset ja hallituksen esitykset

Arvopaperimarkkinalaki 746/2012

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukset (EU) N:o 236/2012, annettu 14 päivänä maaliskuuta 2012, lyhyeksimyksistä ja tietyistä luottoriskinvaihtosopimuksiin liittyvistä kysymyksistä.

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukset (EU) N:o 909/2014, annettu 23 päivänä heinäkuuta 2014, arvopaperitoimituksen parantamisesta Euroopan unionissa sekä arvopaperikeskuksista ja direktiivien 98/26/EY ja 2014/65/EU sekä asetuksen (EU) N:o 236/2012 muuttamisesta (APK-asetus, myös "CSDR" Central Securities Depositories Regulation)

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2016/679, annettu 27 päivänä huhtikuuta 2016, luonnollisten henkilöiden suojelusta henkilötietojen käsittelyssä sekä näiden tietojen vapaasta liikkuvuudesta ja direktiivin 95/46/EY kumoamisesta (yleinen tietosuoja-asetus)

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 596/2014, annettu 16 päivänä huhtikuuta 2014, markkinoiden väärinkäytöstä sekä Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY ja komission direktiivien 2003/124/EY, 2003/125/EY ja 2004/72/EY kumoamisesta (markkinoiden väärinkäyttöasetus)

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2023/1114, annettu 31 päivänä toukokuuta 2023, kryptovarojen markkinoista sekä asetusten (EU) N:o 1093/2010 ja (EU) N:o 1095/2010 ja direktiivien 2013/36/EU ja (EU) 2019/1937 muuttamisesta (MiCa)

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus finanssialan digitaalisesta häiriönsietokyvystä ja asetusten (EY) N:o 1060/2009, (EU) N:o 648/2012, (EU) N:o 600/2014, (EU) N:o 909/2014 ja (EU) 2016/1011 muuttamisesta (DORA)

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2013/50/EU, annettu 22 päivänä lokakuuta 2013, säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopaperien liikkeeseenlaskijoita koskeviin tietoihin liittyvien avoimuusvaatimusten yhdenmukaistamisesta annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2004/109/EY, arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettavasta esitteestä annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/71/EY ja direktiivin 2004/109/EY tietyjen säännösten täytäntöönpanoa koskevista yksityiskohtaisista säännöistä annetun direktiivin 2007/14/EY muuttamisesta (avoimuusdirektiivi)

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EU) 2017/828, annettu 17 päivänä toukokuuta 2017, direktiivin 2007/36/EY muuttamisesta osakkeenomistajien pitkäaikaiseen vaikuttamiseen kannustamisen osalta (SHRD II)

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EU) 2015/849, annettu 20 päivänä toukokuuta 2015, rahoitusjärjestelmän käytön estämisestä rahanpesuun tai terrorismin rahoitukseen, Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) N:o 648/2012 muuttamisesta sekä Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2005/60/EY ja komission direktiivin 2006/70/EY kumoamisesta (Neljäs rahanpesudirektiivi)

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EU) 2018/843, annettu 30 päivänä toukokuuta 2018, rahoitusjärjestelmän käytön estämisestä rahanpesuun tai terrorismin rahoitukseen annetun direktiivin (EU) 2015/849 ja direktiivien 2009/138/EY ja 2013/36/EU muuttamisesta (Viides rahanpesudirektiivi)

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/65/EU, annettu 15 päivänä toukokuuta 2014, rahoitusvälineiden markkinoista sekä direktiivin 2002/92/EY ja direktiivin 2011/61/EU muuttamisesta (MiFiD II)

Hallituksen esitys 11/2015 eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi

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

Hallituksen esitys 32/2012 eduskunnalle arvopaperimarkkinoita koskevaksi lainsäädännöksi

Hallituksen esitys 228/2016 laiksi rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen estämisestä, rahanpesun selvittelykeskuksesta sekä eräiksi niihin liittyviksi laeiksi

Hallituksen esitys 278/2022 eduskunnalle laeiksi sijoituspalvelulain ja arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetun lain muuttamisesta sekä niihin liittyviksi laeiksi

Hallituksen esitys 305/2018 laeiksi arvopaperimarkkinalain ja osakeyhtiölain muuttamisesta sekä eräiksi niihin liittyviksi laeiksi

Hallituksen esitysluonnos 8.8.2023 arvopaperimarkkinalain muuttamisesta (VM039:00/2023)

Laki arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta 348/2017

Laki arvo-osuustileistä 827/1991

Laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä 1070/2017

Laki rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen estämisestä 444/2017

Laki väestötietojärjestelmästä ja Digi- ja väestötietoviraston varmennepalveluista 661/2009
Markkinoiden väärinkäyttöasetus (EU) N:o 596/2014 (MAR)

Neuvoston asetus hallinnollisesta yhteistyöstä ja petosten torjunnasta arvonlisäverotuksen alalla 904/2010

Neuvoston direktiivi 2011/16/EU, annettu 15 päivänä helmikuuta 2011, hallinnollisesta yhteistyöstä verotuksen alalla ja direktiivin 77/799/ETY kumoamisesta (DAC6-direktiivi)

Osakeyhtiölaki 624/2006

Ranskan kauppalaki (Code de commerce)

Ruotsin arvopaperikeskuksia ja arvopaperitilejä koskeva laki (Lag om värdepapperscentraler och kontoföring av finansiella instrument) 1998:147

Ruotsin osakeyhtiölaki (Aktiebolagslag) 2005:551

Sijoituspalvelulaki 747/2012

Tietosuojalaki 1050/2018

Viranomaisasiakirjat, internet-lähteet ym.

Coreperin pöytäkirja 7030/14, Bryssel 14.3.2014.

Dagens Nyheter: Resumé polisanmäler Bianca Ingrossos smyckesbolag i samband med granskning, 28.3.2023, <https://www.dagensmedia.se/medier/tidskrifter/resume-polisanmalar-bianca-ingrossos-smyckesbolag-i-samband-med-granskning/>

ESMA. (2022) National rules on notifications of major holdings under the Transparency Directive, Practical Guide.

EU-tuomioistuimen oikeustapaus (2022). Yhdistetyissä asioissa C-37/20 ja C-601/20, WM ja Sovim SA v. Luxembourg Business Registers.

Finanssialan Keskusliiton lausunto valtiovarainministeriön työryhmämuistioon arvopaperien säilytysmallien laajentumisesta ja arvopaperikeskusasetuksen täytäntöönpanon valmistelusta, 20.8.2014.

Journalistiliiton kannanotto, 1.12.2015.

<https://journalistiliitto.fi/fi/journalistiliitto-tyytyvainen-hallituksen-paatokseen-haudata-hallintarekisterointi/>

Lindström K., Lindström T. (2014) Hallintarekisteröinti puhuttaa.

<https://www.nordnet.fi/blogi/hallintarekisterointi-puhuttaa/>

Listayhtiöiden neuvottelukunnan lausunto valtiovarainministeriön työryhmämuistioon arvopaperikeskusasetuksen täytäntöönpanon valmistelusta, 13.8.2014.

Marjosola, Heikki: Lausunto luonnoksesta hallituksen esitykseksi eduskunnalle laeiksi sijoituspalvelulain ja arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetun lain muuttamisesta sekä eräiksi niihin liittyviksi laeiksi, 19.9.2022.

<https://www.lausuntopalvelu.fi/FI/Proposal/ParticipationNonJsShowReport?proposalId=c9e03817-f229-4d17-af0a-cdf610cb4333>

Nasdaq OMX Helsinki Oy:n lausunto valtiovarainministeriön työryhmämuistioon arvopaperien säilytysmallien laajentumisesta ja arvopaperikeskusasetuksen täytäntöönpanon valmistelusta, 13.8.2014.

OECD. (2022) Global Forum on Transparency and Exchange of Information for Tax Purposes: Finland 2022.

OECD (2023), Gross domestic product (GDP) (indicator). doi: 10.1787/dc2f7aec-en (Accessed on 09 June 2023)

Oikeustoimittajat ry:n lausunto valtiovarainministeriön työryhmämuistioon arvopaperien säilytysmallien laajentumisen ja yhdentyvien markkinarakenteiden toteuttamisen arviointi sekä arvopaperikeskusasetuksen täytäntöönpanon valmistelusta, 12.8.2014.

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

Osakeyhtiölakityöryhmän mietintö, 2003.

Osakkeenomistajien oikeudet. Työryhmän muistio, VM080:00/2017.

Pörssisäätiön lausunto valtiovarainministeriön työryhmämuistioon arvopaperien säilytysmallien laajentumisen ja yhdentyvien markkinarakenteiden toteuttamisen arviointi sekä arvopaperikeskusasetuksen täytäntöönpanon valmistelusta, 15.8.2014.

Sisäministeriö. (ei pvm.) Talousrikollisuus ja harmaa talous.

<https://intermin.fi/poliisiasiat/talousrikollisuus-ja-harmaa-talous>

Talousvaliokunnan mietintö, 7/2006.

Tietosuojavaltuutetun lausunto suomalaisten osakeomistuksen yleisjulkisuudesta, 2.11.2015.

Tietosuojavaltuutetun toimisto. (ei pvm.) Käyttötarkoitussidonnaisuus.

<https://tietosuoja.fi/kayttotarkoitussidonnaisuus>

Tietosuojavaltuutetun toimiston lausunto arvopaperikeskusasetuksen täytäntöönpanon valmistelusta, Dnro 1748/03/2014.

Tilastokeskus. (ei pvm.) Kansantalouden tilinpito.

https://www.tilastokeskus.fi/tup/suoluk/suoluk_kansantalous.html#bruttokansantuote-markkinahintaan

Valtiovarainministeriön työryhmämuistio Arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistus, Valtiovarainministeriön julkaisuja 12/2011

Valtiovarainministeriön arviomuistio avoimuusdirektiivin muutoksen (2013/50/EU) täytäntöönpanemisesta ja muista arvopaperimarkkinalain muutostarpeista, 17.2.2015.

Valtiovarainministeriön selvitysmuistio suomalaisia hallintarekisteröityjä pörssiosakkeita koskevista kaupoista ja kauppojen osapuolista, 29.9.2022 (VN/16993/2022).

Valtiovarainministeriön kansallinen hankintailmoitus, tarjouspyyntö 412763, 05.10.2022, Liite 1.

Valtiovarainministeriön työryhmämuistio arvopaperien säilytysmallien laajentumisen ja yhdentyvien markkinarakenteiden toteutumisen arviointi sekä arvopaperikeskusasetuksen täytäntöönpanon valmistelu. (VM 033:00/2014).

Valtiovarainministeriö. (2023) Budjettitalouden menot hallintoaloittain.

<https://vm.fi/valtion-budjetti>

Verohallinto (2023). Luonnollisia henkilöitä koskeva kansainvälinen tietojenvaihto veroviranomaisten välillä.