

Juuso Turkki

EUROOPAN FINANSSIVALVONTAJÄRJESTELMÄ JA KANSALLISTEN VALVOJIEN OHJAUS

Johtamisen ja talouden tiedekunta
Pro gradu -tutkielma
Huhtikuu 2019

TIIVISTELMÄ

Juuso Turkki: Euroopan finanssivalvontajärjestelmä ja kansallisten valvojen ohjaus
Pro gradu -tutkielma
Tampereen yliopisto
Hallintotieteiden tutkinto-ohjelma
Julkisoikeus
Huhtikuu 2019

Tutkielmassa tarkastellaan vuonna 2011 toimintansa aloittanutta Euroopan finanssivalvontajärjestelmää, joka muodostuu kolmesta Euroopan valvontaviranomaisesta (Euroopan pankkiviranomainen, Euroopan vakuutus- ja lisäeläkeviranomainen ja Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen), näiden yhteiskomiteasta, Euroopan järjestelmäriskikomiteasta sekä kansallisista toimivaltaisista viranomaisista. Finanssikriisin jälkimainingeissa perustetun Euroopan finanssivalvontajärjestelmän tavoitteena on varmistaa finanssivalvonnan johdonmukaisuus ja yhtenäisyys Euroopan unionissa (EU). Tutkielmassa Euroopan valvontaviranomaisista huomio kohdistuu erityisesti arvopaperimarkkinoiden valvonnasta vastaavaan Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaiseen (ESMA).

Finanssivalvontajärjestelmän luomisesta huolimatta kansalliset valvontaviranomaiset ovat edelleen pääosin vastuussa käytännön finanssimarkkinoiden valvonnasta jäsenvaltioiden tasolla. Suomessa valvonnasta vastaa rahoitus- ja vakuutusvalvontaviranomainen Finanssivalvonta (Fiva). Kansallisten valvontatoimien taustalla nähdään kuitenkin lisääntyvässä määrin Euroopan valvontaviranomaisten kansallisiin valvojiin kohdistamaa ohjausta ja niiden toiminnan koordinoitua. Tässä yhteydessä esiin nousee myös unionin laajeneva niin sanottu virastoitumiskehitys, jonka myötä EU:n virastojen merkitys on korostunut.

Tutkielman tutkimuskysymykset liittyvät siihen, miksi ja millä eri keinoin Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen ohjaa Finanssivalvonnan suorittamaa valvontatoimintaa? Tutkielmassa pyritään myös selvittämään sitä, mikä on näiden eri ohjauskeinojen oikeudellinen velvoittavuus Finanssivalvonnan suorittamassa valvontatoiminnassa? Tutkielman metodina toimivan lainopin eli oikeusdogmatiikan keinoin tulkitaan ja systematisoidaan voimassaolevaa oikeutta.

Tutkielman johtopäätöksinä todetaan, että Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen Finanssivalvontaan kohdistamat ohjauskeinot ovat hyvin moninaiset ja laajat. Ohjauksen taustalla vaikuttavat ESMA:n tavoitteet valvonnan yhdenmukaistamisesta ja lähentämisestä kansallisten valvojen välillä unionissa. ESMA myös varsinkin sääntelyyn liittyvillä ohjauskeinoillaan osallistuu merkittävästi unionin finanssimarkkinoiden yhteisen ns. sääntökirjan luomiseen.

ESMA:n kansallisiin valvojiin kohdistamat ohjauskeinot muodostuvat pääosin sen laatimista teknisten standardien luonnoksista, sen antamista päätöksistä, ohjeista ja suosituksista, lausunnoista, kysymyksistä ja vastauksista sekä valvojen vertaisarvioinneista. Ohjauskeinot jaetaan lopuksi velvoittavuudeltaan niin sanottuihin hard law ja soft law -ohjauskeinoihin. Hard law -ohjauskeinot todetaan yksiselitteisesti velvoittaviksi ohjauksen muodoiksi. Soft law -ohjauskeinojen lähtökohtaisesta ei-velvoittavasta luonteesta huolimatta ESMA:n kansallisille valvoille antamalla ohjeilla ja suosituksilla todetaan käytännössä usein kuitenkin olevan niin sanottua tosiasiallista sitovuutta.

Avainsanat: Euroopan finanssivalvontajärjestelmä, ESMA, Finanssivalvonta, ohjaus, soft law, velvoittavuus, sitovuus

Tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck –ohjelmalla.

SISÄLLYS

LÄHTEET	V
LYHENTEET	XVII
1 JOHDANTO	1
1.1 Tutkimuksen tausta.....	1
1.2 Tutkimustehtävä ja rajaukset	2
1.3 Tutkimuksen teoreettiset lähtökohdat ja metodi.....	5
1.4 Tutkimuksen lähdeaineisto ja rakenne	7
2 ARVOPAPERIMARKKINAT SEKÄ NIIDEN SÄÄNTELY JA VALVONTA KANSALLISELLA TASOLLA	10
2.1 Arvopaperimarkkinoiden toiminta	10
2.2 Arvopaperimarkkinoiden sääntely Suomessa.....	11
2.3 Arvopaperimarkkinoiden valvonta Suomessa	13
2.3.1 Finanssivalvonnan hallinnollinen asema ja organisaatio	13
2.3.2 Finanssivalvonnan tavoitteet, tehtävät ja toimivaltuudet.....	15
3 EUROOPAN FINANSIVALVONTAJÄRJESTELMÄ JA FINANSSIALAN SÄÄNTELY EUROOPAN UNIONISSA	22
3.1 Euroopan finanssivalvontajärjestelmän syntyminen	22
3.1.1 De Larosière -ryhmän raportti	22
3.1.2 Euroopan valvontaviranomaisten hallinnollinen asema ja organisaatio	25
3.1.3 Euroopan valvontaviranomaisten tavoitteet, tehtävät ja toimivaltuudet.....	30
3.2 Finanssialan sääntelyn harmonisointi EU:ssa ja Lamfalussy-prosessi.....	34
3.3 Finanssialan sääntely EU:ssa oikeusperiaatteiden näkökulmasta	37
3.3.1 Subsidiariteettiperiaate.....	37
3.3.2 Suhteellisuusperiaate.....	38
4 EUROOPAN ARVOPAPERIMARKKINAVIRANOMAISEN SÄÄNTELYVALTUUDET, VALVONNAN LÄHENTÄMISKEINOT JA TOIMIVALTA ERITYISTILANTEISSA	43
4.1 ESMA:n norminantomuodot	43
4.1.1 Sääntelyvaltuuksien perusta.....	43
4.1.2 Tekniset sääntely- ja täytäntöönpanostandardit	45
4.1.3 Ohjeet ja suositukset	48
4.2 Valvonnan lähentäminen jäsenvaltioissa.....	50
4.2.1 Yhteisen valvontakulttuurin ja -käytäntöjen rakentaminen	50
4.2.2 Kansallisten toimivaltaisten viranomaisten vertaisarviointi	52

4.3 ESMA:n väliintulotoimivaltuudet	54
4.3.1 Unionin oikeuden rikkominen	54
4.3.2 Toimet kriisitilanteissa.....	57
4.3.3 Kansallisten toimivaltaisten viranomaisten välisten erimielisyyksien ratkaiseminen rajat ylittävissä tilanteissa	61
5 EUROOPAN ARVOPAPERIMARKKINAVIRANOMAISEN TOTEUTTAMA FINANSSIVALVONNAN OHJAUS	63
5.1 Ohjaus Euroopan finanssivalvontajärjestelmässä.....	63
5.1.1 Oikeudellinen ohjaus	63
5.1.2 ESMA:n ja Finanssivalvonnan välinen suhde	65
5.2 Ohjauksen oikeudellinen velvoittavuus.....	70
5.2.1 Hard law -ohjauskeinot.....	70
5.2.2 Soft law -ohjauskeinot	74
6 LOPPUPÄÄTELMÄT	84
 KUVIOT	
Kuvio 1. Euroopan finanssivalvontajärjestelmä.....	24
Kuvio 2. Lamfalussy-prosessi.....	36

LÄHTEET

KIRJALLISUUS JA ARTIKKELIT

Aarnio, Aulis: Laintulkinnan teoria: Yleisen oikeustieteen oppikirja. WSOY. Porvoo 1989.

Alford, Duncan: The Lamfalussy Process and EU Bank regulation: Another Step on the Road to Pan-European Regulation? *Annual Review of Banking & Financial Law* Vol. 25, s. 389–439. Boston University 2006.

Busuioc, Madalina: Rule-Making by the European Financial Supervisory Authorities: Walking a Tight Rope. *European Law Journal* Vol. 19, s. 111–125. Blackwell Publishing Ltd. UK 2013.

D'Ambrosio, Raffaele: The Temporary Intervention Powers of the European Banking Authority and the European Securities and Markets Authority: Content and Limits. *ERA Forum* 19(1), s. 33–47. Springer. 2018.

Griller, Stefan – Orator, Andreas: Everything under control? The “way forward” for European agencies in the footsteps of the Meroni doctrine. *European Law Review* 35 (1), s. 3–35. 2010.

Harlow, Carol – della Cananea, Giacinto – Leino, Päivi: Introduction: European administrative law – a thematic approach. Teoksessa Carol Harlow – Päivi Leino – Giacinto della Cananea (toim.): *Research Handbook on EU Administrative law*, s. 1–17. Edward Elgar Publishing. Cheltenham, UK; Northampton, MA, USA 2017.

Hirvonen, Ari: Mitkä metodit? Opas oikeustieteen metodologiaan. Yleisen oikeustieteen julkaisuja 17. Helsinki 2011.

Howell, Elizabeth: The evolution of ESMA and direct supervision: Are there implications for EU supervisory governance? *Common Market Law Review* 54 issue 4, s. 1027–1058. Kluwer Law International. UK 2017.

Häyrynen, Janne: Arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttö. Suomalainen lakimiesyhdistys. Helsinki 2006.

Häyrynen, Janne – Kajala, Ville: Uusi arvopaperimarkkinalaki. Lakimiesliiton kustannus. Helsinki 2013.

Kauppi, Piia-Noora: Lamfalussysta pankkiunioniin – finanssialan sääntely ja valvonta Euroopan Unionissa. Teoksessa Olli Norros – Irene Luukkonen – Erik Sirén – Ville Raulos (toim.): Vakuutus- ja rahoitusneuvonta 45 vuotta, s. 1–13. Helsinki 2016.

Kontkanen, Erkki – Keinänen, Anssi: Eurooppalaisten finanssivalvontaviranomaisten norminanto – hyvän lainvalmistelun kriteerien ja parlamentarismin toteutuminen. Edilex 2015/41, s. 1–50.

Kontkanen, Erkki: Finanssimarkkinoiden sääntely – teoria ja todellisuus. Teoksessa Raimo Immonen – Reijo Knuutinen (toim.): Oikeuden ja talouden rajapinnassa: Juhlakirja Matti J. Sillanpää 60 vuotta, s. 91–104. Edita. Helsinki 2015.

Korkea-aho, Emilia: EU Soft Law in Domestic Legal Systems: Flexibility and Diversity Guaranteed. Scandinavian Studies in Law Vol. 58, s. 155–175. 2009.

Korkea-aho, Emilia: National Courts and European Soft Law: Is Grimaldi Still Good Law? Yearbook of European Law Vol 37 No. 1, s. 470–495. 2018.

Leino, Päivi: Accountability dilemmas of regulating financial markets through the European Supervisory Agencies. Teoksessa Carol Harlow – Päivi Leino – Giacinto della Cananea (toim.): Research Handbook on EU Administrative law, s. 209–237. Edward Elgar Publishing. Cheltenham, UK; Northampton, MA, USA 2017.

Manninen, Jyrki: Euroopan arvopaperialan sääntelyprosessi – ns. viisaiden komitean nelitasoinen lähestymistapa. Defensor Legis 2/2003, s. 254–272.

Marjosola, Heikki: Bridging the Constitutional Gap in EU Executive Rule-Making: The Court of Justice Approves Legislative Conferral of Intervention Powers to European Securities Markets Authority. European Constitutional Law Review 10, s. 500–527. 2014. (*Marjosola 2014a*)

Marjosola, Heikki: Regulating Financial Markets under Uncertainty: The EU Approach. European Law Review 39 (3), s. 338–361. 2014. (*Marjosola 2014b*)

Marjosola, Heikki: Regulatory Governance of EU Financial Markets and Institutions: Dealing with Incompleteness of Law and Constitution. University of Helsinki, Faculty of Law. Helsinki 2017.

Moloney, Niamh: The European Securities and Markets Authority and Institutional Design for the EU Financial Market – A Tale of Two Competences: Part (1) Rule-Making. *European Business Organization Law Review* 12: s, 41–86. 2011. (*Moloney 2011a*)

Moloney, Niamh: The European Securities and Markets Authority and Institutional Design for the EU Financial Market – A Tale of Two Competences: Part (2) Rules in Action. *European Business Organization Law Review* 12: s, 177–225. 2011. (*Moloney 2011b*)

Moloney, Niamh: Supervision in the Wake of the Financial Crisis: Achieving Effective ‘Law in Action’ – A Challenge for the EU. Teoksessa Eddy Wymeersch – Klaus J. Hopt – Guido Ferrarini (toim.): *Financial Regulation and Supervision: A Post-Crisis Analysis*. Oxford University Press. 2012.

Moloney, Niamh: *EU Securities and Financial Markets Regulation*. Oxford University Press. UK 2014.

Moloney, Niamh: *The Age of ESMA: Governing EU Financial Markets*. Hart Publishing. UK 2018.

Myllymäki, Arvo: *Finanssivaltio-oikeus: Valtion ja kuntien varainkäyttö ja varainkäytön valvonta*. 2. uudistettu painos. Talentum. Helsinki 2007.

Mäenpää, Olli: *Eurooppalainen hallinto-oikeus*. 3. uudistettu painos. Talentum. Helsinki 2011.

Mäenpää, Olli: *Yleinen hallinto-oikeus*. Alma Talent. Helsinki 2017.

Ojanen, Tuomas: *EU-oikeuden perusteita*. 3. uudistettu painos. Edita. Helsinki 2016.

Parkkonen, Jarmo – Knuts, Märten: *Arvopaperimarkkinalaki*. 5. uudistettu painos. Talentum. Helsinki 2014.

Raitio, Juha: *Euroopan unionin oikeus*. Talentum Pro. Helsinki 2016.

Schammo, Pierre: The European Securities and Markets Authority: Lifting the Veil on the Allocation of Powers. *Common Market Law Review* Vol. 48 (6), s. 1879–1913. 2011.

Schammo, Pierre: EU Day-to-Day Supervision or Intervention-based Supervision: Which Way Forward for the European System of Financial Supervision? *Oxford Journal of Legal Studies* Vol. 32 No. 4, s. 771–797. Oxford University Press. 2012.

Schemmel, Jakob: The ESA Guidelines: Soft Law and Subjectivity in the European Financial Market – Capturing the Administrative Influence. *Indiana Journal of Global Legal Studies* Vol. 23 No. 2, s. 455–503. 2016.

Scholten, Miroslava – van Rijsbergen, Marloes: The Limits of Agencification in the European Union. *German Law Journal* Vol. 15 No. 07, s. 1223–1256. 2014.

Simoncini, Marta: Legal Boundaries of European Supervisory Authorities in the Financial Markets: Tensions in the Development of True Regulatory Agencies. *Yearbook of European Law* Vol. 34, No. 1, s. 319–350. 2015.

Thaler, Richard – Sunstein, Cass: *Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth and Happiness*. Yale University Press. 2008.

Tridimas, Takis: EU Financial Regulation: Federalization, Crisis Management and Law Reform. Teoksessa Paul Craig – Gráinne de Búrca (toim.): *The Evolution of EU Law*. Second edition, s. 783–804. Oxford University Press. New York 2011.

Tuominen, Tomi: Artikkeleita eurooppaoikeudesta – Euroalueelle yhteinen pankkiunioni. *Defensor Legis* 5/2013, s. 880–885.

Turtiainen, Matti: *Sijoituspalvelut ja asiakas*. Alma Talent. Helsinki 2018.

Van Cleynebreugel, Pieter: Judicial Protection Against EU Financial Supervisory Authorities in the Wake of Regulatory Reform. *ELSA Malta Law Review* Vol. 2, s. 231–263. 2012.

van Rijsbergen, Marloes: On the Enforceability of EU Agencies' Soft Law at the National Level: The Case of the European Securities and Markets Authority. *Utrecht Law Review* Vol. 10 issue 5, s. 116–131. 2014.

Wacker, Jani: Euroopan unionin talous- ja rahaliiton vaikutukset kansalliseen finanssivaltaan: Tutkimus unionin vakaussäätelyn oikeudellisesta merkityksestä. Tampere University Press. Tampere 2009.

Wuolijoki, Sakari: Hyvän säätelyn periaatteet ja finanssialan viimeaikainen säätely. Teoksessa Olli Norros – Irene Luukkonen – Erik Sirén – Ville Raulos (toim.): *Vakuutus- ja rahoitusneuvonta 45 vuotta*, s. 1–14. Helsinki 2016.

Wymeersch, Eddy: The European Financial Supervisory Authorities or ESAs. Teoksessa Eddy Wymeersch – Klaus J. Hopt – Guido Ferrarini (toim.): Financial Regulation and Supervision: A Post-Crisis Analysis. Oxford University Press. 2012.

VIRALLISLÄHTEET

2017/0230(COD): Amended proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending regulation (EU) No 1093/2010 establishing a European Supervisory Authority (European Banking Authority); Regulation (EU) No 1094/2010 establishing a European Supervisory Authority (European Insurance and Occupational Pensions Authority); Regulation (EU) No 1095/2010 establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority); Regulation (EU) No 345/2013 on European venture capital funds; Regulation (EU) No 346/2013 on European social entrepreneurship funds; Regulation (EU) No 600/2014 on markets in financial instruments; Regulation (EU) 2015/760 on European long-term investment funds; Regulation (EU) 2016/1011 on indices used as benchmarks in financial instruments and financial contracts or to measure the performance of investment funds; Regulation (EU) 2017/1129 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market; and (EU) Directive 2015/849 on the prevention of the use of the financial system for the purposes of money-laundering or terrorist financing.

Board of Appeal of the European Supervisory Authorities: Rules of Procedure, 18.7.2012. (BOA 2012 002).

COM (2014) 509 final: Commission Staff Working document accompanying the Report on the operation of the European Supervisory Authorities (ESAs) and the European System of Financial Supervision (ESFS).

European Securities and Markets Authority: Decision of the Management Board: Rules of Procedure, 11.1.2011. (ESMA/2011/MB/1).

European Securities and Markets Authority: Decision of the European Securities and Markets Authority establishing its Review Panel, 8.11.2011. (ESMA/2011/BS/229).

European Securities and Markets Authority: Guidelines on risk measurement and the calculation of global exposure for certain types of structured UCITS, 23.3.2012. (ESMA/2012/197).

European Securities and Markets Authority: Guidelines on certain aspects of the MiFID compliance function requirements, 28.9.2012. (ESMA/2012/388).

European Securities and Markets Authority: Guidelines on key concepts of the AIFMD, 13.8.2013. (ESMA/2013/61).

European Securities and Markets Authority: Guidelines on the application of the definitions in sections C6 and C7 of Annex 1, 6.5.2015. (ESMA/2015/675).

European Securities and Markets Authority: ESMA Strategic Orientation 2016–2020, 15.6.2015. (ESMA/2015/935).

European Securities and Markets Authority: Decision of the Board of Supervisors: Rules of Procedure, 14.12.2016. (ESMA/2012/BS/88 rev3).

European Securities and Markets Authority: Opinion: General principles to support supervisory convergence in the context of the United Kingdom withdrawing from the European Union, 31.5.2017. (ESMA42-110-433).

European Securities and Markets Authority: Decision of the Board of Supervisors: Rules of procedure of the Mediation Panel, 5.7.2017. (ESMA41-137-1007).

European Securities and Markets Authority: Decision of the Board of Supervisors: Rules of procedure on breach of Union law investigations, 5.7.2017. (ESMA/2012/BS/87rev).

European Securities and Markets Authority: Final Report: Peer review on certain aspects of the compliance function under MiFID I, 29.11.2017. (ESMA42-111-4285).

European Securities and Markets Authority: Guidelines on MiFID II product governance requirements, 5.2.2018. (ESMA35-43-620).

European Securities and Markets Authority: Final Report: Peer review on the Guidelines on ETFs and other UCITS issues, 30.7.2018. (ESMA42-111-4479).

European Securities and Markets Authority: Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements, 6.11.2018. (ESMA35-43-1163).

European Securities and Markets Authority: Advice: Initial Coin Offerings and Crypto-Assets, 9.1.2019. (ESMA50-157-1391).

European Securities and Markets Authority: Questions and Answers: Prospectuses, 31.1.2019. (ESMA31-62-780).

European Securities and Markets Authority: Supervisory Convergence: Work Programme 2019, 6.2.2019. (ESMA42-114-647).

European Securities and Markets Authority: Questions and Answers: Application of the UCITS Directive, 29.3.2019. (ESMA34-43-392).

European Securities and Markets Authority: Guidelines on CCP conflict of interest management, 5.4.2019. (ESMA70-151-1439).

Finanssivalvonta: Seuraamus- ja rikemaksujen suuruuteen vaikuttavia tekijöitä, 25.2.2015.

Finanssivalvonta: Finanssivalvonnan työjärjestys, 1.6.2017.

Finanssivalvonta: Euroopan valvontaviranomaisten ohjeet ja suositukset, 7.11.2018.

HE 66/2008 vp: Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi Finanssivalvonnasta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi.

HE 32/2012 vp: Hallituksen esitys Eduskunnalle arvopaperimarkkinoita koskevaksi lainsäädännöksi.

HE 94/2013 vp: Hallituksen esitys Eduskunnalle vaihtoehtorahastojen hoitajia koskevaksi lainsäädännöksi.

HE 46/2016 vp: Hallituksen esitys Eduskunnalle joukkorahoituslaiksi sekä eräksi siihen liittyviksi laeiksi.

HE 151/2017 vp: Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi sijoituspalvelulain muuttamisesta ja kaupankäynnistä rahoitusvälineillä sekä eräksi niihin liittyviksi laeiksi.

Joint Committee of the European Supervisory Authorities: Rules of Procedure, 13.11.2014. (JC DC 2014 001).

KOM (1999) 232 lopullinen: Komission tiedonanto Euroopan parlamentille ja neuvostolle, Rahoitusmarkkinoiden puitteiden toteuttaminen: toimintasuunnitelma.

KOM (2008) 122 lopullinen: Komission tiedonanto Euroopan parlamentille ja neuvostolle, Euroopan rahoitusjärjestelmän sopeutuminen muutoksiin.

KOM (2008) 706 lopullinen: Komission tiedonanto Finanssikriisistä talouden elpymiseen: eurooppalainen toimintakehys.

KOM (2009) 499 lopullinen: Komission ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi rahoitusjärjestelmän makrotason vakauden valvonnasta yhteisössä ja Euroopan järjestelmäriskikomitean perustamisesta.

KOM (2009) 500 lopullinen: Komission ehdotus neuvoston päätökseksi Euroopan järjestelmäriskikomitean toimintaan liittyvien erityistehtävien antamisesta Euroopan keskuspankille.

KOM (2009) 501 lopullinen: Komission ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi Euroopan pankkiviranomaisen perustamisesta.

KOM (2009) 502 lopullinen: Komission ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi Euroopan vakuutus- ja lisäeläkeviranomaisen perustamisesta.

KOM (2009) 503 lopullinen: Komission ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen perustamisesta.

KOM (2009) 576 lopullinen: Komission ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi direktiivien 1998/26/EY, 2002/87/EY, 2003/6/EY, 2003/41/EY, 2003/71/EY, 2004/39/EY, 2004/109/EY, 2005/60/EY, 2006/48/EY, 2006/49/EY ja 2009/65/EY muuttamisesta Euroopan pankkiviranomaisen, Euroopan vakuutus- ja työeläkeviranomaisen ja Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen toimivaltojen osalta.

KOM (2014) 509 lopullinen: Komission kertomus Euroopan parlamentille ja neuvostolle Euroopan valvontaviranomaisten ja Euroopan finanssivalvojen järjestelmän (EFVJ) toiminnasta sekä liite asiakirjaan.

KOM (2017) 536 lopullinen: Komission ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi Euroopan valvontaviranomaisen (Euroopan pankkiviranomainen) perustamisesta annetun asetuksen (EU) N:o 1093/2010, Euroopan valvontaviranomaisen (Euroopan vakuutus- ja lisäeläkeviranomainen) perustamisesta annetun asetuksen (EU) N:o 1094/2010, Euroopan valvontaviranomaisen (Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen) perustamisesta annetun asetuksen (EU) N:o

1095/2010, eurooppalaisista riskipääomarahastoista annetun asetuksen (EU) N:o 345/2013, eurooppalaisista yhteiskunnalliseen yrittäjyyteen erikoistuneista rahastoista annetun asetuksen (EU) N:o 346/2013, rahoitusvälineiden markkinoista annetun asetuksen (EU) N:o 600/2014, eurooppalaisista pitkäaikaissijoitusrahastoista annetun asetuksen (EU) 2015/760, rahoitusvälineissä ja rahoitussopimuksissa vertailuarvoina tai sijoitusrahastojen arvonkehityksen mittaamisessa käytettävistä indekseistä annetun asetuksen (EU) 2016/1011 ja arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla ottamisen yhteydessä julkaistavasta esitteestä annetun asetuksen (EU) 2017/1129 muuttamisesta.

TaVL 31/2013 vp: Talousvaliokunnan lausunto valtioneuvoston selonteosta EU-politiikasta VNS 6/2013 vp.

Valtiovarainministeriö: Valtiovarainministeriön julkaisuja 34/2009 – Rajat ylittävän finanssivalvonnan kehittäminen, syyskuu 2009.

MUUT LÄHTEET

Arvopaperimarkkinayhdistys ry: Hallinnointikoodi Corporate Governance 2015. [<https://cgfinland.fi/wp-content/uploads/sites/39/2015/10/hallinnointikoodi2015finweb1.pdf>] (viitattu 6.1.2019).

Euroopan unioni: Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen (ESMA). [https://europa.eu/european-union/about-eu/agencies/esma_fi] (viitattu 10.4.2019).

Euroopan unionin neuvosto: Finanssivalvonta: neuvoston kanta vahvistettu ennen neuvotteluja parlamentin kanssa. Lehdistötiedote 12.2.2019. [<https://www.consilium.europa.eu/fi/press/press-releases/2019/02/12/financial-supervision-council-confirms-position-ahead-of-negotiations-with-parliament/>] (viitattu 13.2.2019).

Eurooppa-neuvosto: Lissabonin Eurooppa-neuvosto: Puheenjohtajan päätelmät. Lehdistötiedote 24.3.2000. [<https://www.consilium.europa.eu/media/21033/lissabonin-eurooppa-neuvosto-puheenjohtajan-p%C3%A4%C3%A4telm%C3%A4t.pdf>] (viitattu 7.2.2019).

European Banking Authority: EBA opens formal investigation into possible breach of Union law by the Estonian and Danish competent authorities regarding money-laundering activities linked

into Danske Bank. Press release 19.2.2019. [<https://eba.europa.eu/-/eba-opens-formal-investigation-into-possible-breach-of-union-law-by-the-estonian-and-danish-competent-authorities-regarding-money-laundering-activitie>] (viitattu 7.3.2019).

European Banking Authority: EBA closes investigation into possible breach of Union law by the Danish and Estonian supervisory authorities. Press release 17.4.2019. [<https://eba.europa.eu/-/eba-closes-investigation-into-possible-breach-of-union-law-by-the-danish-and-estonian-supervisory-authorities>] (viitattu 19.4.2019).

European Central Bank: List of Supervised Entities 1.3.2019. [<https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.listofsupervisedentities20190301.en.pdf>] (viitattu 10.4.2019).

European Commission: Creating a stronger and more integrated European financial supervision for the Capital Markets Union. Press release 20.9.2017. [http://europa.eu/rapid/press-release_IP-17-3308_en.htm] (viitattu 15.1.2019).

European Commission: Directorate-General for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union Overview/Planning Level 2 legislative measures in the area of financial services. 30.10.2018. [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/overview-table-level-2-measures_en.pdf] (viitattu 19.2.2019).

European Commission: Opening statement at the European parliamentary Plenary debate on European system of Financial Supervision. 15.4.2019. [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/overview-table-level-2-measures_en.pdf] (viitattu 19.4.2019).

European Commission: Capital Markets Union (CMU). [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union/what-capital-markets-union_en] (viitattu 24.4.2019).

European Parliament: MEPs strengthen EU financial watchdogs. Press release 16.4.2019. [<http://www.europarl.europa.eu/news/en/press-room/20190410IPR37570/meps-strengthen-eu-financial-watchdogs>] (viitattu 19.4.2019).

European Securities and Markets Authority: Guidelines overview 23.1.2019. [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma_guidelines.pdf] (viitattu 21.2.2019).

European Securities and Markets Authority: Technical standards overview 22.3.2019. [<https://www.esma.europa.eu/convergence/guidelines-and-technical-standards>] (viitattu 29.3.2019).

European Securities and Markets Authority: Compliance with Guidelines – Overview Table. [<https://www.esma.europa.eu/questions-and-answers>] (viitattu 16.4.2019).

European Securities and Markets Authority: Questions and Answers. [<https://www.esma.europa.eu/questions-and-answers>] (viitattu 2.4.2019).

Finanssivalvonta: Finanssivalvonnan määräysten ja ohjeiden oikeudellinen luonne 7.11.2018. [<https://www.finanssivalvonta.fi/saantely/oikeudellinen-luonne/>] (viitattu 16.4.2019).

Finanssivalvonta: Anneli Tuominen jatkaa Finanssivalvonnan johtajana. Lehdistötiedote 14.12.2018. [<https://www.finanssivalvonta.fi/tiedotteet-ja-julkaisut/lehdistotiedotteet/2018/anneli-tuominen-jatkaa-finanssivalvonnan-johtajana/>] (viitattu 21.4.2019).

Finanssivalvonta: Finanssivalvonnan organisaatio 1.3.2019. [https://www.finanssivalvonta.fi/globalassets/fi/finanssivalvonta/organisaatio/fiva_organisaatio.pdf] (viitattu 21.4.2019).

Nasdaq First North Nordic: Säännöt 3.1.2018. [https://business.nasdaq.com/media/20180430-Nasdaq-First-North-s%C3%A4%C3%A4nn%C3%B6t-ep%C3%A4virallinen-k%C3%A4%C3%A4nn%C3%B6s_tcm5044-61149.pdf] (viitattu 6.1.2019).

Nasdaq Helsinki Oy: Pörssin säännöt 3.1.2018. [https://business.nasdaq.com/media/P%C3%B6rssi%C3%A4%C3%A4nn%C3%B6t%203.1.2018%20final_tcm5044-20052.pdf] (viitattu 6.1.2019).

Nasdaq OMX Nordic: First North Listings 2018. [<http://www.nasdaqomxnordic.com/uutiset/listauksia/firstnorth/2018>] (viitattu 4.1.2019).

Nasdaq OMX Nordic: Main Market Listings 2018. [<http://www.nasdaqomxnordic.com/uutiset/listauksia/main-market/2018>] (viitattu 4.1.2019).

Nordea: Merger Prospectus 16.2.2018. [<http://feed.ne.cision.com/wpyfs/00/00/00/00/00/45/6F/BE/wkr0006.pdf>] (viitattu 8.3.2019).

Reuters: Nordic trust tarnished by money laundering scandal 3.4.2019. [<https://www.reuters.com/article/us-europe-moneylaundering-nordics-trust/nordic-trust-tarnished-by-money-laundering-scandal-idUSKCN1RF1EN>] (viitattu 20.4.2019).

The Committee of Wise Men: Final Report of The Committee of Wise Men on The Regulation of The European Securities Markets, Chaired by Alexander Lamfalussy. Brussels 15.2.2001. [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/lamfalussy_report.pdf] (viitattu 7.2.2019).

The de Larosière Group: The High-Level Group on Financial Supervision in the EU report, Chaired by Jacques de Larosière. Brussels 25.2.2009. [http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication14527_en.pdf] (viitattu 25.1.2019).

OIKEUSTAPAUKSET

Euroopan yhteisöjen tuomioistuin: Asia 9/56 Meroni & Co, Industrie Metallurgiche, SpA v. Euroopan hiili- ja teräsyhteisön korkea viranomainen, tuomio 13.6.1958.

Euroopan yhteisöjen tuomioistuin: Asia 98/80 Giuseppe Romano v. Institut national d'assurance maladie-invalidité, tuomio 14.12.1981.

Euroopan yhteisöjen tuomioistuin: Asia C-322/88 Salvatore Grimaldi v. Fonds des maladies professionnelles, tuomio 13.12.1989.

Euroopan unionin tuomioistuin: Julkisasiamiehen ratkaisuehdotus Niilo Jääskinen: Asia C-270/12 Yhdistynyt kuningaskunta v. Euroopan parlamentti ja Euroopan unionin neuvosto, 12.9.2013.

Euroopan unionin tuomioistuin: Asia C-270/12 Yhdistynyt kuningaskunta v. Euroopan parlamentti ja Euroopan unionin neuvosto, tuomio 22.1.2014.

LYHENTEET

AML	arvopaperimarkkinalaki (746/2012)
EBA	European Banking Authority, Euroopan pankkiviranomainen
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority, Euroopan vakuutus- ja lisäeläkeviranomainen
EKP	Euroopan keskuspankki
ESA	European Supervisory Authority, Euroopan valvontaviranomainen
ESMA	European Securities and Markets Authority, Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen
ESRB	European Systemic Risk Board, Euroopan järjestelmäriskikomitea
EU	Euroopan unioni
Fiva	Finanssivalvonta
FivaL	laki Finanssivalvonnasta (878/2008)
HE	hallituksen esitys
HL	hallintolaki (434/2003)
SEU	Euroopan unionista tehty sopimus
SEUT	Euroopan unionin toiminnasta tehty sopimus
TaVL	talousvaliokunnan lausunto
vp.	valtiopäivät

1 JOHDANTO

1.1 Tutkimuksen tausta

Vuonna 2008 Yhdysvalloista liikkeelle lähteneellä ja sittemmin maailmanlaajuisesti levinneellä finanssikriisillä on ollut merkittäviä vaikutuksia finanssimarkkinoiden valvonnan ja sääntelyn kehittymiseen ja lisääntymiseen Euroopan unionissa. Kriisi paljasti suuria puutteita niin finanssimarkkinoiden valvonnassa kuin sen sääntelyssäkin, jonka vuoksi uudistukset näiden osalta ovatkin olleet todella nopeita ja laajakantoisia. Puutteet valvonnassa liittyivät esimerkiksi valvontavastuun hajautumiseen kansallisille valvojille, jonka vuoksi valvonta ei ollut koordinoitua ylikansallisesti ja kansalliset näkökohdat saivat vahvan jalansijan. Kansalliset valvontaviranomaiset eivät tällöin useinkaan ryhtyneet tarvittaviin toimenpiteisiin riittävän ajoissa.¹ Myöskään sääntely ei ollut ennen finanssikriisiä yhdenmukaistettua Euroopan unionissa, minkä vuoksi finanssimarkkinoiden yhteisen sääntökirjan luominen ja sääntelyn lisääminen on ollut kriisin jälkeen erittäin suurena prioriteettina EU:ssa. Nykyään EU-sääntely ulottuu laaja-alaisesti koko finanssialalle ja siitä on tullut entistä yksityiskohtaisempaa ja monitasoisempaa.²

Finanssimarkkinoiden valvonnan keskeisimmän kehikon Euroopan unionissa muodostaa Euroopan finanssivalvontajärjestelmä, joka aloitti toimintansa vuoden 2011 alussa. Euroopan finanssivalvontajärjestelmän ytimessä ovat kolme Euroopan valvontaviranomaista (ESA, European Supervisory Authority), joiden toiminnasta säädetään niiden omissa asetuksissaan. Nämä mikrotason vakauden valvonnasta vastaavat viranomaiset ovat Euroopan pankkiviranomainen (EBA, European Banking Authority)³, Euroopan vakuutus- ja lisäeläkeviranomainen (EIOPA, European Insurance and Occupational Pensions Authority)⁴ sekä Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen (ESMA, European Securities and Markets Authority)⁵. Järjestelmään kuuluvat myös Euroopan keskuspankin (EKP) yhteydessä toimiva ja makrotason vakauden valvonnasta vastaava Euroopan

¹ Kontkanen – Keinänen 2015, s. 2.

² Kontkanen 2015, s. 92–93.

³ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 1093/2010 Euroopan pankkiviranomaisen perustamisesta.

⁴ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 1094/2010 Euroopan vakuutus- ja lisäeläkeviranomaisen perustamisesta.

⁵ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 1095/2010 Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen perustamisesta.

järjestelmäriskikomitea (ESRB, European Systemic Risk Board)⁶, kolmen Euroopan valvontaviranomaisen yhteistyötä koordinoiva yhteiskomitea (Joint committee) sekä kansalliset toimivaltaiset valvontaviranomaiset.

Lainsäätämisyjärjestyksessä hyväksytyjen asetusten ja direktiivien merkittävän lisääntymisen lisäksi toisena huomioonotettavana kehityskulkuna finanssialan sääntelyssä EU:ssa on viime vuosina noussut esille myös Euroopan valvontaviranomaisille suotujen sääntelytoimivaltuuksien puitteissa valmistellun ja annetun sääntelyn lisääntyminen. Euroopan valvontaviranomaisten asetusten mukaisiin toimivaltuuksiin nimittäin kuuluu valtuudet valmistella erilaista puitedirektiivejä ja -asetuksia täydentävää sääntelyä. Tämä sääntely on kohdistettu ensisijaisesti kansallisille toimivaltaisille valvontaviranomaisille noudatettavaksi niiden suorittamassa valvontatoiminnassa, sillä lähtökohtaisesti ne ovat kuitenkin edelleen, Euroopan finanssivalvontajärjestelmän luomisesta huolimatta, vastuussa omien kansallisten markkinoidensa valvonnasta. Kansallisella tasolla esimerkiksi eduskunnan talousvaliokunta on lausunnossaan⁷ kiinnittänyt huomiota tähän kehityskulkuun EU:n rahoitusmarkkinoiden sääntelyssä, josta se käyttää nimitystä virastoituminen.

Euroopan valvontaviranomaisten tehtäviin kuuluu sääntelytehtävien lisäksi esimerkiksi myös muunlainen kansallisten toimivaltaisten viranomaisten ohjaus ja niiden toiminnan koordinointi, joissa Euroopan valvontaviranomaisten keinovalikoima on erittäin moninainen. Kaikkien näiden eri sääntely- ja ohjauskeinojen oikeudellinen velvoittavuus kansallisten toimivaltaisten viranomaisten suorittamassa valvontatoiminnassa ei kuitenkaan ole täysin selkeä.

1.2 Tutkimustehtävä ja rajaukset

Euroopan finanssivalvontajärjestelmän puitteissa toimivien kolmen Euroopan valvontaviranomaisen eli Euroopan pankkiviranomaisen, Euroopan vakuutus- ja lisäeläkeviranomaisen sekä Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen roolin finanssimarkkinoiden valvonnan kentällä voidaan nähdä kasvaneen merkittävästi lisääntyneen ja harmonisoidun EU-sääntelyn sekä valvonnan yhdenmukaistumisen myötä, jotka ovat olleet keskeisiä kehityskulkuja EU:n finanssimarkkinoiden

⁶ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 1092/2010 Euroopan järjestelmäriskikomitean perustamisesta.

⁷ TaVL 31/2013, s. 1–2.

sääntelyssä ja valvonnassa finanssikriisin jälkeen. Finanssimarkkinoiden valvontaa ja sääntelyä ollaan uudistamassa jälleen, josta ajankohtaisena esimerkkinä toimii Euroopan komission vuoden 2017 syksyllä ehdottama hanke⁸, jossa tavoitteena on tarkastaa Euroopan finanssivalvontajärjestelmän toimintaa.

Vaikka kansalliset toimivaltaiset valvontaviranomaiset ovat edelleen pääosin vastuussa käytännön valvontatyöstä jäsenvaltioissa, voidaan Euroopan valvontaviranomaisilla silti nähdä olevan merkittävä rooli finanssimarkkinoiden valvonnassa EU:ssa kansallisten valvojien taustalla. Tämä korostuu esimerkiksi niiden enenevässä määrin valmistelemissa luonnoksissa teknisiksi sääntely- ja täytäntöönpanostandardeiksi, niiden kansallisille valvojille osoittamissa päätöksissä, niiden antamissa ohjeissa ja suosituksissa sekä muissa niin sanotuissa soft law -instrumenteissa, jotka ovat ensisijaisesti suunnattu kansallisille toimivaltaisille valvontaviranomaisille noudatettavaksi niiden suorittamassa valvontatoiminnassa. Euroopan valvontaviranomaisten sääntely- ja ohjausvaltuuksista säädetään niiden toimintaa nimenomaisesti koskevilla asetuksilla. Näiden seikkojen vuoksi Euroopan valvontaviranomaisten roolia ja tehtäviä kansallisten valvojien ohjauksessa olisi aiheellista selvittää tarkemmin. Ohjausta olisi tärkeää selvittää tarkemmin sen oikeudellisen velvoittavuuden osalta kansallisella tasolla, sillä erityisesti ns. soft law -sääntelyn ja ohjauskeinojen osalta tilanne ei ole täysin yksiselitteinen.

Tutkielman tutkimuskysymykseksi muodostuu siis seuraava:

- Miksi ja millä eri keinoin Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen ohjaa Finanssivalvonnan suorittamaa valvontatoimintaa?

Sekä tähän liittyvänä alatutkimuskysymyksenä:

- Mikä on näiden eri ohjauskeinojen oikeudellinen velvoittavuus Finanssivalvonnan suorittamassa valvontatoiminnassa?

Tutkielman aihepiiriä rajataan hieman, että aiheeseen olisi mahdollista syventyä tutkielman laajuuden vaatimalla tavalla. Tarkastelu rajataan pääasiallisesti koskemaan Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen (ESMA) valmistelemaa ja antamaa sääntelyä sekä sen toteuttamaa kansallisten toimivaltaisten viranomaisten ohjausta. Suomen tapauksessa toimivaltaisista viranomaisista tulisi

⁸ Ks. European Commission – Press Release 20.9.2017: Creating a Stronger and more integrated European financial supervision for the Capital Markets Union.

kyseeseen Finanssivalvonta (Fiva). Rajausta perustellaan tutkielman johdonmukaisuudella, sillä arvopaperimarkkinoiden sekä pankki- ja vakuutussektorien toiminta ja sääntelykin poikkeavat jonkin verran toisistaan. Tällä rajauksella pyritään saamaan tutkielmaan vaadittua syvyyttä, ettei tarkastelu jäisi pelkästään pintapuoliseksi. Euroopan finanssivalvontajärjestelmää ja sen syntymistä kokonaisuudessaan sekä muiden valvontaviranomaisten toimintaa on kuitenkin syytä esitellä yleisellä tasolla, mutta tutkimuskysymysten ja syvällisemmän tarkastelun osalta tutkielma keskittyisi Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaiseen. ESMA:n valintaa kolmesta Euroopan valvontaviranomaisesta perustellaan sen merkittävimmällä roolilla sääntelyssä sekä muissa ohjauskeinoissa Euroopan finanssivalvontajärjestelmän alkuvaihetta tarkasteltaessa⁹.

Pääosin käytännön valvontatyöstä vastaavat edelleen kansalliset toimivaltaiset viranomaiset, mutta Euroopan valvontaviranomaisille ja etenkin ESMA:lle itselleen on annettu joitain suoria valvontavaltuuksia. ESMA esimerkiksi valvoo suoraan luottoluokittajia ja kauppätietorekistereitä. ESMA:n suorat valvontavaltuudet jäävät tutkimuksen ulkopuolelle, sillä niissä ei voida suoran valvonnan vuoksi nähdä yhtymäkohtia kansallisten valvojien ohjaukseen. Toisaalta taas ESMA:n toimivaltuudet tietyissä poikkeuksellisissa tilanteissa erityisesti suhteessa kansallisiin toimivaltaisiin viranomaisiin nähden tulisivat tutkielmassa tarkasteluun¹⁰.

Toisena merkittävänä finanssimarkkinoiden valvonnan ja sääntelyn uudistuksena Euroopan finanssivalvontajärjestelmän lisäksi finanssikriisin jälkimainingeissa perustettiin pankkiunioni. Pankkiunionin muodostavat kolme pilaria, jotka ovat yhteinen pankkivalvonta, kriisinratkaisujärjestelmä sekä talletussuojajärjestelmien yhdenmukaistaminen. Kaksi ensimmäistä näistä pilareista on jo toiminnassa, mutta yhteinen eurooppalainen talletussuojajärjestelmä on näistä pilareista vielä valmisteltavana. Yhteisessä valvontamekanismissa EKP:lle on uskottu toimivaltuudet valvoa suoraan euroalueella toimivia rahoitusjärjestelmälle merkittäviä pankkeja erityisesti niiden vakavaraisuuden osalta.¹¹ Pankkiunioni on kuitenkin Euroopan finanssivalvontajärjestelmästä selkeästi eril-

⁹ Ks. norminannosta: Commission Staff Working document accompanying the Report on the operation of the European Supervisory Authorities (ESAs) and the European System of Financial Supervision (ESFS), COM (2014) 509 final, s. 28; Kontkanen – Keinänen 2015, s. 13.

¹⁰ Näitä ESMA:n toimivaltuuksia esimerkiksi kriisitilanteissa pyritään avaamaan jäljempänä hyödyntämällä muun muassa Euroopan unionin tuomioistuimen ns. lyhyeksi myyntitapausta: asia C-270/12 Yhdistynyt kuningaskunta v. Euroopan parlamentti ja Euroopan unionin neuvosto, tuomio 22.1.2014. Lisäksi näihin toimivaltuuksiin luetaan myös ESMA:n toimet unionin oikeuden rikkomistilanteissa ja toimivaltaisten viranomaisten erimielisyystilanteissa.

¹¹ Ks. tarkemmin pankkiunionista esim. Tuominen 2013 ja Raitio 2016, s. 63–64.

linen kokonaisuus, jonka perusteella se rajataan pois tutkielmasta sen johdonmukaisuuden ja rajatun laajuuden vuoksi. Pankkiunionilla ei nähdä olevan niin läheisiä yhtymäkohtia tutkielman keskiössä olevaan arvopaperimarkkinoiden valvontaan, kuin jos tutkielma keskittyisi puhtaasti pankkien valvontaan ja Euroopan pankkiviranomaisen toimintaan.¹²

1.3 Tutkimuksen teoreettiset lähtökohdat ja metodi

Finanssivalvonnalla tässä tutkielmassa tarkoitetaan rahoitus- ja vakuutussektorien valvontaa, josta Suomessa vastaa Finanssivalvonta -niminen viranomainen. Finanssivalvonnan toimintaa säännellään laissa Finanssivalvonnasta (FivaL, 878/2008). Sen 1 §:n mukaan Fivan toiminnan tavoitteena on finanssimarkkinoiden vakauden edellyttämä luotto-, vakuutus- ja eläkelaitosten ja muiden valvottaviksi säädettyjen vakaa toiminta, vakuutettujen etujen turvaaminen sekä yleinen luottamus finanssimarkkinoiden toimintaan. FivaL:n 3 a §:n 2 momentissa puolestaan säädetään Fivan kuulumisesta Euroopan finanssivalvontajärjestelmään, jonka tarkoituksena on Euroopan unionin finanssijärjestelmän valvonnan varmistaminen.

Finanssivalvonnalla voi myös olla aivan toinen merkitys ja sitä ollaankin oikeuskirjallisuudessa käytetty myös tarkoittamaan julkisen varainkäytön valvontaa¹³. Tästä julkisten varojen finanssivalvonnasta Suomessa vastaavat eduskunnan tarkastusvaliokunta ja valtiontalouden tarkastusvirasto, joista on säädetty perustuslain (731/1999) 90 §:ssä. Lisäksi valtiontalouden tarkastusvirastosta säädetään tarkemmin myös sitä koskevassa erillisessä laissa valtiontalouden tarkastusvirastosta (676/2000). Euroopan unionin tasolla valvonnasta puolestaan vastaa Euroopan tilintarkastustuomioistuin, jonka toiminnasta säädetään Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen¹⁴

¹² Kansallisesti pankkiunionista täytyy ajankohtaisena esimerkkinä kuitenkin tuoda esiin äskettäinen finanssikonserni Nordean pääkonttorin siirto Ruotsista Suomeen, jonka keskeisinä perusteluina Nordea käytti juuri pankkiunionin piiriin siirtymistä ja sen mukanaan tuomaa vakaata sääntely- ja valvontailmapiiriä EKP:n suorassa valvonnassa, ks. Nordea Merger Prospectus s. 14. Nordean lisäksi Suomesta EKP:n suorassa valvonnassa ovat Kuntarahoitus Oyj ja OP Osuuskunta, ks. ECB List of Supervised Entities 1.3.2019.

¹³ Ks. esim. Myllymäki 2007, s. 129.

¹⁴ Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen konsolidoitu toisinto EUVL N:o C 326/47, 26.10.2012.

(SEUT) 285–287 artikloissa sekä varainhoitoasetuksen¹⁵ 158–163 artikloissa.¹⁶ Tutkielma ei kuitenkaan keskity tähän julkisten varojen finanssivalvontaan, vaan finanssivalvontaan sanan ensimmäisenä määritelmänä tarkoittaen finanssimarkkinoiden valvontaa.

Tutkielma kuuluu julkisoikeuden oikeudenalaan. Tutkielman oikeudenalajaottelua voidaan tarkentaa edelleen eurooppalaisen hallinto-oikeuden alalle, sillä tutkielman pääasialliset tutkimuskysymykset liittyvät esimerkiksi EU:n hallintoviranomaisten kasvaviin sääntelyvaltuuksiin ja muihin valtuuksiin, jotka ovat eräitä keskeisiä kysymyksiä nykypäivän eurooppalaisen hallinto-oikeuden alalla¹⁷. Euroopan finanssivalvontajärjestelmän puitteissa toimivien Euroopan valvontaviranomaisten kohdalla nämä kysymykset ovat juuri olleet erityisesti esillä¹⁸. Myös esimerkiksi EU:n hallintoviranomaisorganisaation tarkastelu, jota tutkielmassa tehdään pääosin Euroopan valvontaviranomaisten osalta, on ominaista eurooppalaisessa hallinto-oikeudessa¹⁹. Tutkielman aihepiiriin liittyessä finanssimarkkinoihin, kytkeytyy tällöin tutkielmaan melko vahvasti myös yksityisoikeudellinen näkökulma. Erityisesti arvopaperimarkkinoiden toiminnan ja sääntelyn pääpiirteinen esittely on tarpeen johdatuksena tutkimuskysymysten kannalta keskeisempiä osioita kohti. Tarkastelu on siis osittain arvopaperimarkkinaoikeudellista.

Tutkielmassa keskeiseen asemaan nousee tiettyjä käsitteitä, oikeusperiaatteita ja oikeuden yleisiä oppeja, joiden avulla pyritään selvittämään tutkielman tutkimuskysymykset ja -ongelmat. Tärkeistä käsitteistä nousee ensiksi esiin ohjauksen määrittelemisen oikeudellisena käsitteenä erityisesti Euroopan finanssivalvontajärjestelmän toimintaympäristössä. Tämän ohjauksen oikeudellista velvoittavuutta puolestaan pyritään selvittämään erityisesti ns. soft law -sääntelyn osalta. Euroopan valvontaviranomaisten lisääntyviä sääntelyvaltuuksia pyritään puolestaan tarkastelemaan ns. virastoitumisen käsitteen kautta. Yleisesti finanssialan entistä enemmän lisääntyvää ja harmonisoitua sääntelyä EU:ssa tarkastellaan tiettyjen oikeusperiaatteiden, kuten subsidiariteetti- ja suhteellisuusperiaatteiden avulla. Tutkielman taustalla on myös tiettyjä yleisempiä julkisoikeuden oppeja, kuten EU-oikeuden ja kansallisen oikeuden välinen suhde sekä tähän liittyen myös EU-viranomaisten ja kansallisten viranomaisten välinen suhde.

¹⁵ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU, Euratom) N:o 966/2012 unionin yleiseen talousarvioon sovellettavista varainhoitosäännöistä ja neuvoston asetuksen (EY, Euratom) N:o 1605/2002 kumoamisesta.

¹⁶ Ks. finanssivalvonnasta julkisen varainkäytön valvontana tarkemmin esim. Wacker 2009.

¹⁷ Ks. Harlow – della Cananea – Leino 2017, s. 3.

¹⁸ Ks. esim. Leino 2017, s. 209.

¹⁹ Ks. unionin hallintoviranomaisista esim. Mäenpää 2011, s. 178–187.

Tutkielman metodina käytetään lainoppia eli oikeusdogmatiikkaa. Lainopin metodin voidaan sanoa perinteisesti kuuluvan oikeustieteen ytimeen. Lainopin keinoin pyritään tulkitsemalla ja systematisoimalla tutkimaan voimassaolevaa oikeutta ja sen normien sisältöä. Lainopin tehtävät voidaan näin ollen jakaa normikannanottojen ja tulkintakannanottojen esittämiseen. Normikannanotoilla esitetään väitteitä siitä, mitkä ovat voimassaolevaan oikeuteen kuuluvia oikeusnormeja. Tulkintakannanotossa puolestaan mennään syvemmälle oikeusnormiin ja esitetään jokin väite kyseessä olevan oikeusnormin sisällöstä. Todellisuudessa molemmat kannanotot sisältyvät keskeisesti lainopin metodiin harjoittamiseen, eikä niiden erottaminen lainopillisessa tutkimuksessa ole helppoa. Lainopin metodin tärkeimpiä työkaluja ovat EU-säädökset ja kansalliset lait, mutta myös alemman asteisilla oikeuslähteillä, kuten esimerkiksi lainvalmisteluasiakirjoilla ja oikeuskäytännöllä, on tärkeä asema lainopissa. Lainopilla ei nykyään kuitenkaan pyritä ainoastaan oikeussääntöjen tutkimiseen, vaan myös esimerkiksi oikeusperiaatteiden punninta ja tulkinta kuuluvat olennaisena osana lainopilliseen tutkimukseen.²⁰

Oikeusdogmatiikan avulla tutkielmassa pyritään vastaamaan siihen, miksi ja millä eri keinoin Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen ohjaa Finanssivalvonnan suorittamaa valvontatoimintaa sekä mikä on näiden eri keinojen oikeudellinen velvoittavuus Finanssivalvonnan suorittamassa valvontatoiminnassa. Keskeiseksi tehtäväksi muodostuu siis ESMA:n käyttämien ohjauskeinojen taustalla vaikuttavien tavoitteiden tulkitseminen sekä näiden eri ohjauskeinojen systematisointi. Tutkielmassa pyritään myös ohjauskeinojen merkityssisältöjä selvittämällä tulkitsemaan niiden velvoittavuutta, kun taas systematisoinnilla pyritään jaottelemaan eri ohjauskeinoja niiden velvoittavuuden perusteella.

1.4 Tutkimuksen lähdeaineisto ja rakenne

Tutkimuksen kannalta relevantit oikeusnormit ovat ensisijaisesti EU-oikeudellisia, kuten EU:n perussopimukset, suoraan sovellettavat Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen ja muiden Euroopan valvontaviranomaisten toimintaa sääntelevät asetukset sekä jossain määrin myös muu EU:n

²⁰ Ks. lainopista esim. Hirvonen 2011, s. 21–26.

finanssimarkkinoiden sääntely. Tarkasteluun tulevat myös Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen kansallisille valvontaviranomaisille suuntaamat, toimivaltuuksiensa puitteissa valmistellut säädökset, sen antamat ohjeet ja suositukset sekä muut pehmeämmät kannanotot. Myös kansalliset arvopaperimarkkinoita ja hallintotoimintaa koskevat oikeusnormit, kuten arvopaperimarkkinalaki, laki Finanssivalvonnasta ja hallintolaki tulevat tutkielmassa tarkasteluun joiltain osin. Kansallisten lakien tulkinnassa hyödynnetään lainvalmisteluasiakirjoja, kuten hallituksen esityksiä, kun taas EU-säädösten tukena käytetään muun muassa komission ehdotuksia ja tiedonantoja.

Tutkielmassa tarkastellaan myös muutamaa Euroopan yhteisöjen tuomioistuimen ja unionin tuomioistuimen ratkaisua erityisesti ESMA:n ja muiden Euroopan valvontaviranomaisten toimivaltuuksien arvioinnissa sekä soft law -sääntelyn oikeusvaikutusten tulkinnassa. Tutkielman lähdemateriaalina käytetään virallislähteiden lisäksi monipuolisesti sekä kansallista, että kansainvälistä oikeuskirjallisuutta, tieteellisiä tutkimuksia sekä artikkeleja. Lähdemateriaalissa painottuu melko vahvasti englanninkielisen aineiston hyödyntäminen, sillä etenkin suomenkielistä tutkimusta Euroopan finanssivalvontajärjestelmästä ei ole saatavilla kovinkaan paljon. Kansallista oikeuskirjallisuutta ja lähdemateriaalia hyödynnetään kuitenkin pääosin tutkielman alkupuolen kansallista valvontaa ja sääntelyä esittelevässä luvussa.

Tutkielman rakenne kulkee yleisestä erityiseen, joka tarkoittaa tutkielman alkupuolen osalta pääasiassa kuvailevaa tarkastelua, jonka tarkoituksena on johdattaa lukija käsiteltävään toimintaympäristöön ja aiheeseen. Tämän kuvailevan osion jälkeen tutkielmassa siirrytään asteittain aiheen syvällisempään tarkasteluun. Tutkielman tutkimuskysymysten ja -ongelmien kannalta merkityksellisimmät ja pohtivimmat luvut löytyvätkin täten tutkielman loppupuolelta.

Johdantoluvun jälkeen toisessa pääluvussa tarkastellaan ja esitellään arvopaperimarkkinoiden toimintaa sekä markkinoiden sääntelyä ja valvontaa kansallisella tasolla. Luvun alussa esitellään markkinoiden toiminnan keskeisimmät pääperiaatteet sekä käydään läpi niiden keskeisintä sääntelyä Suomessa. Luvussa myös käydään läpi Finanssivalvonnan hallinnollista asemaa ja organisaatiota sekä Fivan keskeisimpiä tehtäviä ja toimivaltuuksia valvonnan osalta. Valvontatehtävien tarkastelu kansallisella tasolla on sen vuoksi tärkeää, sillä Euroopan finanssivalvontajärjestelmässä valvonta on edelleen pääosin järjestetty kansallisella tasolla ja valvontatehtäviä hoitaessaan Finanssivalvontaan voidaan nähdä kohdistuvan eräänlaista ohjausta Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen toimesta.

Kolmannessa pääluvussa siirrytään kansalliselta tasolta Euroopan finanssivalvontajärjestelmän sekä finanssialan sääntelyn tarkasteluun Euroopan unionissa. Luvun alussa käydään läpi finanssivalvontajärjestelmän muotoutuminen ja perustaminen finanssikriisin jälkeen. Tästä siirrytään perustettujen Euroopan valvontaviranomaisten hallinnollisen organisaation esittelyyn sekä peilataan tätä yleisemmin EU:n viranomaisorganisaatioon. Luvun ensimmäisen osion lopuksi tarkastellaan Euroopan valvontaviranomaisten tehtäviä ja toimivaltuuksia yleisellä tasolla. Kolmannen pääluvun toinen osio puolestaan keskittyy finanssialan sääntelyn tarkasteluun EU:ssa ja tätä tarkastellaan sääntelyn integraation ja harmonisoinnin sekä finanssialalla käytetyn ns. Lamfalussy-sääntelyprosessin kautta. Lisääntyvää finanssialan sääntelyä tarkastellaan lisäksi EU-oikeuden keskeisten oikeusperiaatteiden, kuten subsidiariteetti- ja suhteellisuusperiaatteiden näkökulmista.

Neljännessä pääluvussa siirrytään eteenpäin koko Euroopan finanssivalvontajärjestelmän tasolta Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen tarkasteluun. Luvussa esiin nousevat sen valmistelema sääntely, sen toteuttama kansallisten toimivaltaisten valvontaviranomaisten ohjaus sekä muut sen käyttämät valvonnan lähentämiskeinot. Luvussa tarkastellaan myös Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen tiettyjä erityisiä valvontatoimivaltuuksia suhteessa kansallisiin toimivaltaisiin viranomaisiin ja osittain finanssimarkkinoiden toimijoihin.

Viidennessä, eli tutkielman viimeisessä käsittelyluvussa, huomio kohdistuu Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen toteuttaman Finanssivalvonnan ohjauksen ja näiden eri ohjauskeinojen oikeudellisen velvoittavuuden selvittämiseen Finanssivalvonnan suorittamassa valvontatoiminnassa. Luvun alkuun tarkastellaan ensiksikin ohjausta oikeudellisena käsitteenä sekä ESMA:n ja Fivan välistä suhdetta. Tästä siirrytään tarkastelemaan ohjauskeinojen oikeudellista velvoittavuutta niin hard law kuin soft law -ohjauskeinojen osalta ja huomio kiinnittyy erityisesti soft law -sääntelyn tapauskohtaisen tosiasiallisen sitovuuden selvittämiseen.

Kuudes luku on tutkielman viimeinen osa ja se koostuu tutkielman yhteenvedosta ja loppupäätelmistä. Luvussa vedetään yhteen mitä huomioita ja johtopäätöksiä tutkimuksen aikaisemmista käsittelyluvuista voidaan tehdä, sekä tehdään tämän pohjalta pohdintaa. Tutkielman lopussa vielä tuodaan esille, voisiko myöhempää jatkotutkimusta aihepiiristä olla tarkoituksenmukaista kohdistaa johonkin tiettyyn suuntaan tehdyn tutkimuksen ja siinä havaittujen tulosten perusteella.

2 ARVOPAPERIMARKKINAT SEKÄ NIIDEN SÄÄNTELY JA VALVONTA KANSALLISELLA TASOLLA

2.1 Arvopaperimarkkinoiden toiminta

Rahoitusmarkkinoiden tehtävänä on allokoita eli kohdentaa rahoitusta ja pääomaa rahoitusylijäämäisiltä toimijoilta rahoitusta tarvitseville rahoitusaliylijäämäisille toimijoille mahdollisimman tehokkaasti ja alhaisilla kustannuksilla²¹. Arvopaperimarkkinat ovat osa rahoitusmarkkinoiden kokonaisuutta ja ne on vielä yleensä tapana jakaa primääri- eli ensimarkkinoihin ja sekundääri- eli jälkimarkkinoihin. Arvopaperien ensimarkkinoilla arvopaperien liikkeeseenlaskijat hankkivat esimerkiksi joko oman pääoman ehtoista rahoitusta osakeannilla tai vieraan pääoman ehtoista rahoitusta laskemalla liikkeelle joukkovelkakirjan sijoittajien merkittäväksi. Varsinainen arvopapereilla tehtävä kaupankäynti sijoittajien välillä tapahtuu arvopaperin liikkeeseenlaskun jälkeen kuitenkin vasta jälkimarkkinoilla esimerkiksi pörssin välityksellä.²² Arvopaperimarkkinoilta rahoitusta ja pääomaa hankkivat erityisesti yritykset ja julkisyhteisöt, kun taas sijoittajina toimivat yleensä esimerkiksi toiset yritykset ja kotitaloudet sekä institutionaaliset sijoittajat, kuten sijoitusrahastot ja eläkeyhtiöt.

Arvopaperimarkkinoiden rooli yritysten oman ja vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen hankinnassa on muutaman viime vuosikymmenen aikana muodostunut merkittäväksi. Tämä johtuu muun muassa arvopaperimarkkinoiden kansainvälistymisestä sekä kotitalouksien vaurastumisesta ja tästä seuranneesta enenevästä kiinnostuksesta arvopaperisäästämiseen ja sijoittamiseen. Uudempien sijoitustuotteiden, kuten esimerkiksi sijoitusrahastojen yleistymisellä on myös ollut vaikutus kotitalouksien ja yksityishenkilöiden lisääntyvään kiinnostukseen arvopaperimarkkinoihin.²³

Suomessa arvopaperimarkkinat ja etenkin niillä käytävä järjestäytynyt osakekauppa on voimakkaasti keskittynyt pörssiin. Järjestäytyneellä kaupankäynnillä tarkoitetaan kaupankäyntiä markkinapaikalla eli säännellyllä markkinalla, monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä tai niin sanottu toteuttamalla kauppa sisäisesti, joka tarkoittaa sijoituspalvelun tarjoajan asiakkaalleen järjestämää kaupankäyntiä. Muuta markkinapaikkojen ulkopuolella käytävää kaupankäyntiä kutsutaan

²¹ Häyrynen 2006, s. 23.

²² Parkkonen – Knuts 2014, s. 5–6.

²³ Parkkonen – Knuts 2014, s. 1–2.

niin sanotuksi OTC eli over the counter -kaupankäynniksi.²⁴ Säännellyllä markkinalla Suomessa tarkoitetaan pörssiä eli Nasdaq Helsinkiä. Nasdaqin ylläpitämänä toimii myös vaihtoehtomarkkina First North Helsinki, joka on monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä ja myös kevyemmin säännelty kuin säännelty markkina eli pörssi. Viime aikoina listautumisia sekä varsinaiselle päälistalle että First North -listalle on tapahtunut melko paljon. Esimerkiksi vuonna 2018 sekä Nasdaq Helsingin päälistalle että First North -listalle listautui molempiin 8 uutta yhtiötä²⁵. Listautumisten lisääntyvän suosion voidaan nähdä olevan merkki arvopaperimarkkinoiden kasvavasta ja merkittävästä roolista yritysten rahoituksen hankinnassa nykypäivänä.

2.2 Arvopaperimarkkinoiden sääntely Suomessa

Arvopaperimarkkinoiden sääntelyn yleisenä tavoitteena on turvata tehokkaiden, luotettavien ja puolueettomien markkinoiden toiminta. Sääntelyssä painottuu voimakkaasti sijoittajansuoja, joka edellyttää listayhtiöiden ja arvopapereiden liikkeeseenlaskijoiden tiedottamista taloudellisesta toiminnastaan ja tuloksestaan avoimesti. Sijoittajien tulee luottaa markkinoiden tehokkuuteen ja puolueettomuuteen, jotta he olisivat valmiita sijoittamaan varojansa markkinoille. Toisaalta taas markkinoiden tehokkuuden tarkoituksena on myös turvata yritysten rahoituksensaanti ja varojen virtaaminen tuottaviin investointikohteisiin, joka puolestaan hyödyttää koko yhteiskuntaa. Arvopaperimarkkinoiden sääntelyn voidaan sanoa olevan vahvasti informaatio- ja tietosuojasääntelyä ja liittyvän täten siihen, kuinka tämän informaation epätasaista jakautumista ja kiellettyä hyväksikäyttöä markkinoilla voidaan ehkäistä ja rajoittaa sääntelyn avulla.²⁶

Arvopaperimarkkinoiden sääntely on Suomessa melko tuore ilmiö. Ensimmäinen, sittemmin jokumottu, arvopaperimarkkinalaki (495/1989) säädettiin vuonna 1989 ja ennen tätä sääntely pohjautui pääsääntöisesti markkinoiden itsesääntelyyn ja tiettyihin velvoite-, kauppa, sopimus- ja yhteisöoikeudellisiin säännöksiin.²⁷ Vuoden 2013 alussa voimaan astui uusi arvopaperimarkkinalaki

²⁴ Parkkonen – Knuts 2014, s. 281–282.

²⁵ Ks. Nasdaq OMX Nordic Main Market Listings 2018 ja First North Listings 2018.

²⁶ Ks. lisää markkinoiden sääntelyn tavoitteista esim. Häyrynen 2006, s. 23–25.

²⁷ Häyrynen – Kajala 2013, s. 17.

(AML, 746/2012). Lakiuudistuksen taustalla oli arvopaperimarkkinoiden toiminnan ja kaupankäynnin merkittävä lisääntyminen ja muuttuminen sekä myös lisääntyvä EU-sääntely, jotka olivat tehneet vanhasta arvopaperimarkkinalaista pirstaleisen ja hankalan kokonaisuuden²⁸.

AML:n soveltamisalaan kuuluu sen 1 §:n mukaisesti arvopaperien yleiseen liikkeeseen saattaminen, tiedonantovelvollisuudet arvopaperimarkkinoilla, julkiset ostotarjoukset sekä arvopaperimarkkinoiden väärinkäytön estäminen ja valvonta. Uuden arvopaperimarkkinalain kolmeksi kokonaisuudeksi soveltamisalan kattaviksi yleissäännöksiksi säädettiin myös hyvän arvopaperimarkkinatavan vastainen ja sopimattoman menettelyn kielto, totuudenvastaisten tai harhaanjohtavien tietojen antamisen kielto sekä riittävien tietojen tasapuolinen pitäminen saatavilla, joista säädetään AML:n 2–4 §:ssä. Lakiuudistuksessa arvopaperimarkkinoita koskevaa sääntelyä myös jaettiin lain johdonmukaisuuden vuoksi useampaan eri lakiin, vaikkakin AML edelleen muodostaa keskeisimmän arvopaperimarkkinaoikeudellisen sääntelykehikon²⁹.

Eräs arvopaperimarkkinoiden sääntelyn merkittävimmistä osa-alueista liittyy markkinoiden väärinkäytön estämiseen. AML:n 12 luvussa säädetään markkinoiden väärinkäytöstä ja sen 1 §:n mukaan sisäpiirintiedosta, sisäpiirikaupoista, sisäpiirintiedon laittomasta ilmaisemisesta, markkinoiden manipuloinnista ja niitä koskevista poikkeuksista sekä markkinoiden väärinkäytön estämisestä ja havaitsemisesta, sisäpiirilueteloista, johtohenkilöiden liiketoimista ja sijoitussuosituksista säädetään markkinoiden väärinkäyttöasetuksessa³⁰. EU-tasolla markkinoiden väärinkäytöstä säädetään lisäksi markkinoiden väärinkäyttödirektiivissä³¹.

Arvopaperimarkkinoiden väärinkäytöllä tarkoitetaan markkinoiden säännöksiä rikkoen tehtyjä tekoja, joiden avulla tekijä pyrkii hankkimaan itselleen tai muille etua muiden markkinoilla toimivien kustannuksella. Arvopaperimarkkinoiden väärinkäytössääntelyllä pyritään turvaamaan sijoittajien

²⁸ HE 32/2012, s. 9.

²⁹ HE 32/2012, s. 63. Arvopaperimarkkinoihin liittyvää sääntelyä sisältyy nykyään arvopaperimarkkinalain lisäksi mm. sijoituspalvelulakiin (747/2012), lakiin arvopaperitileistä (750/2012), lakiin arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoinnasta (348/2017), lakiin kaupankäynnistä rahoitusvälineillä (1070/2017) ja sijoitusrahastolakiin (213/2019). Myös Finanssivalvonnan määräys- ja ohjekokoelmaan (MOK) sisältyvä sääntely sekä valtiovarainministeriön asetukset tulee ottaa olennaisina huomioon lakeja täydentävänä kansallisena sääntelynä.

³⁰ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetusta (EU) N:o 596/2014 markkinoiden väärinkäytöstä.

³¹ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EU) N:o 57/2014 markkinoiden väärinkäytöstä määrättävistä rikosoikeudellisista seuraamuksista.

luottamus puolueettomien ja tehokkaiden markkinoiden toimintaan. Väärinkäytössääntely kohdistuu erityisesti sisäpiirintiedon väärinkäyttöön, markkinoiden manipulointiin sekä tiedonantovelvollisuuksien rikkomiseen arvopaperimarkkinoilla.

Arvopaperimarkkinoilla on edelleenkin perinteisen viranomaissääntelyn lisäksi olemassa myös itsesääntelyä, jonka tarkoituksena on kuitenkin lähinnä täydentää vahvasti velvoittavien lakien säännöksiä. Itsesääntelyn olemassaoloa voidaan perustella sillä, että sen avulla pystytään tehokkaammin ja joustavammin vastaamaan nopeasti muuttuvien markkinoiden toimintaan kuin perinteisellä lainsäädännöllä. Siihen voidaan nähdä liittyvän kuitenkin tiettyjä legitimizeettiongelmia, sillä toimijat sitoutuvat itsesääntelyyn vapaaehtoisesti. Itsesääntelyyn voidaan lukea kuuluvaksi muun muassa pörssin säännöt³², monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän säännöt³³ sekä Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n listayhtiöiden hallinnointikoodi³⁴.

2.3 Arvopaperimarkkinoiden valvonta Suomessa

2.3.1 Finanssivalvonnan hallinnollinen asema ja organisaatio

AML 6 §:n 1 momentin mukaan arvopaperimarkkinalain ja sen nojalla annettujen säännösten ja määräysten noudattamista valvoo Finanssivalvonta. Finanssivalvonta on rahoitus- ja vakuutusvalvontaviranomainen, joka valvoo arvopaperimarkkinoiden toiminnan lisäksi muun muassa pankkeja, vakuutusyhtiöitä, eläkeyhtiöitä sekä sijoitus- ja rahastoyhtiöitä. Finanssivalvonta aloitti toimintansa vuoden 2009 alussa, kun entiset kaksi rahoitus- ja vakuutusalan valvontaviranomaista, Rahoitustarkastus ja Vakuutusvalvontavirasto, yhdistettiin yhdeksi koko finanssimarkkinoiden toiminnan kattavaksi valvontaviranomaiseksi. Organisaatiouudistusta perusteltiin muun muassa valvottavien toimijoiden ja koko finanssimarkkinoiden toiminnan monimutkaistumisella sekä lisääntyvällä EU-sääntelyn määrällä finanssialalla, joihin pystyttäisiin paremmin vastaamaan yhdellä keskitetyllä, sekä rahoitus- että vakuutussektorin valvontatehtävät kattavalla valvontaviranomaisella³⁵.

³² Ks. Nasdaq Helsinki Oy, Pörssin säännöt 3.1.2018.

³³ Ks. Nasdaq, First North Nordic – Säännöt 3.1.2018.

³⁴ Ks. Arvopaperimarkkinayhdistys ry, Hallinnointikoodi Corporate Governance 2015.

³⁵ Ks. tarkemmin uudistuksen perusteista HE 66/2008 vp, s. 9.

Finanssivalvonnan hallinnollisesta asemasta ja siihen sovellettavasta lainsäädännöstä säädetään FivaL:n 2 §:ssä. FivaL:n 2 §:n 1 momentin mukaan Fiva toimii hallinnollisesti Suomen Pankin yhteydessä ja sitä koskevat asiat käsitellään valtiovarainministeriössä. Sen hallintoon sovelletaan täten FivaL:n lisäksi lain 2 §:n 2 momentin perusteella Suomen Pankista annettua lakia (214/1998), Suomen Pankin virkamiehistä annettua lakia (1166/1998) ja muita Suomen Pankkia koskevia säännöksiä. Tästä hallinnollisesta siteestä Suomen Pankkiin huolimatta Fiva on päätöksenteossaan itsenäinen ja riippumaton viranomaisena. Lain 3 a §:n 2 momentissa säädetään Fivan kuulumisesta Euroopan finanssivalvontajärjestelmään, jonka tarkoituksena on Euroopan unionin finanssijärjestelmän valvonnan varmistaminen.

FivaL:n 2 luvussa säädetään Fivan hallinnosta. Lain 7 §:n mukaan Fivan toimintaa ohjaa johtokunta ja Suomen Pankista annetun lain 10 §:ssä tarkoitettulla pankkivaltuustolla on myös Fivan hallintoon ja toiminnan valvontaan liittyviä tehtäviä. Pankkivaltuuston tehtäviin kuuluu 8 §:n mukaan Finanssivalvonnan toiminnan valvominen sen yleisen tarkoituksenmukaisuuden ja tehokkuuden osalta. Pankkivaltuusto myös muun muassa nimittää Fivan johtokunnan jäsenet ja varajäsenet sekä johtajan. Lain 9 §:n mukaan Fivan johtokuntaan kuuluu enintään kuusi jäsentä ja sen toimikausi on kolme vuotta. Johtokunnan 10 §:n mukaisesti finanssimarkkinoiden valvontaa koskeviin tehtäviin kuuluvat muun muassa valvojan toiminnan ohjaaminen tehtävien asettamisen avulla, päättäminen toimintalinjoista sekä valvominen ja ohjaaminen tavoitteiden toteutumisen ja toimintalinjojen noudattamisen osalta. Johtokunnan tehtäviin kuuluu lisäksi Fivan talousarvion käsitteleminen ja sen alistaminen Suomen Pankin johtokunnalle vahvistettavaksi. Johtokunta myös hyväksyy Fivan antamat määräykset ja hallinnolliset seuraamukset sekä toimittaa pankkivaltuustolle vuotuisen kertomuksen Fivan toiminnasta.

Finanssivalvonnan päällikkönä toimii FivaL:n 11 §:n mukaisesti johtaja, jonka toimikausi on viisi vuotta³⁶. Johtajan tehtäviin kuuluu lain 12 §:n mukaan muun muassa Finanssivalvonnan toiminnan johtaminen ja muiden kuin johtokunnalle kuuluvien asioiden päätöksenteko sekä vastaaminen valvojan tehokkaasta ja tarkoituksenmukaisesta toiminnasta ja johtokunnan ohjeiden mukaan toimimisesta. Johtaja myös vastaa johtokunnassa käsiteltävien asioiden asianmukaisesta valmistelusta.

³⁶ Vuoden 2018 lopulla Fivaa vuodesta 2009 asti johtanut Anneli Tuominen valittiin uudelle viisivuotiskaudelle Fivan johtajana, ks. Fiva lehdistötiedote 14.12.2018.

Lopulta Finanssivalvonnan hallinnollinen organisaatio jakautuu vielä neljään eri osastoon, jotka ovat Vakuutusvalvonta, Pankkivalvonta, Pääomamarkkinoiden valvonta sekä Digitalisaatio ja analyysi. Osastot jakautuvat vielä toimistoihin. Osastojen lisäksi johtajan alaisuudessa toimii lisäksi Esikunta.³⁷ FivaL:n 17 §:n mukaan Finanssivalvonnassa noudatettavasta asioiden käsittelystä, päätöksenteosta ja virkamiesten tehtävistä sekä Finanssivalvonnan muusta sisäisestä hallinnosta annetaan tarkempia määräyksiä työjärjestyksessä³⁸.

2.3.2 Finanssivalvonnan tavoitteet, tehtävät ja toimivaltuudet

FivaL:n 1 §:ssä säädetään Fivan tavoitteista. Sen mukaan Finanssivalvonnan toiminnan tavoitteena on finanssimarkkinoiden vakauden edellyttämä luotto-, vakuutus- ja eläkelaitosten ja muiden valvottavaksi säädettyjen vakaa toiminta, vakuutettujen etujen turvaaminen sekä yleinen luottamus finanssimarkkinoiden toimintaan. Finanssivalvonnan tehtävistä puolestaan säädetään FivaL:n 3 §:ssä. Sen 1 momentin mukaiseksi yleiseksi tehtäväksi on määritelty valvoa finanssimarkkinoilla toimivien toimintaa niin kuin FivaL:ssa ja muualla laissa säädetään. Fiva edistää myös hyvien menettelytapojen noudattamista finanssimarkkinoilla ja yleisön tietämystä finanssimarkkinoista. Tehtäviä täsmennetään 2 momentin 12 -kohtaisessa listassa. Näihin tehtäviin kuuluvat muun muassa toimilupien myöntäminen finanssimarkkinoilla toimiville, finanssimarkkinoiden säännösten, määräysten, sääntöjen ja toimilupien ehtojen noudattamisen valvonta sekä määräysten antaminen laissa säädettyin edellytyksin, rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskun ja niillä käytävän kaupankäynnin valvonta, finanssimarkkinoiden toimintaympäristön seuraaminen ja arviointi, aloitteiden tekeminen finanssimarkkinoita koskevan lainsäädännön kehittämisestä ja osallistuminen lainvalmisteluun sekä Euroopan finanssivalvontajärjestelmän puitteissa tapahtuvaan yhteistyöhön Euroopan unionissa.

Finanssimarkkinoiden valvontatehtäviä suorittaessaan Fiva käyttää hyväkseen sille FivaL:n 3 luvussa säädettyjä valvontavaltuuksia³⁹. Toimivaltuudet jaetaan luvussa neljään eri kategoriaan,

³⁷ Ks. tarkemmin Finanssivalvonnan organisaatiokaavio, 1.3.2019.

³⁸ Ks. tarkemmin Finanssivalvonnan työjärjestys, 1.6.2017. Työjärjestyksen 6 §:ssä säädetään esimerkiksi johtoryhmästä, joka voi toimia johtajan apuna neuvoo-antavasti ja siihen voivat johtajan lisäksi kuulua osastopäälliköt ja muut johtajan määräämät virkamiehet.

³⁹ Valvonnan sanotaan olevan lähtökohtaisesti niin sanottua laillisuusvalvontaa, joka tarkoittaa sitä, että valvontaviranomainen voi puuttua pelkästään sellaiseen finanssimarkkinoiden toimintaan, joka ei täytä laissa säädettyjä, tai lain nojalla annettuja asetusten tai määräysten vaatimuksia. Valvonnan tulee siis täyttää perustuslain 2 §:n 3 momentin mukaiset vaatimukset julkisen vallan käytöstä, ks. HE 66/2008 vp, s. 39–40.

jotka ovat tietojensaanti- ja tarkastusvaltuudet, toimilupavalvottavaa ja siihen rinnastettavaa valvottavaa koskevat toimivaltuudet, yleiset toimivaltuudet sekä arvopaperimarkkinavalvontaan liittyvät erityiset valvontavaltuudet. Fivalla on ensinnäkin ensimmäiseen kategoriaan kuuluvana oikeutena lain 18 §:n 1 momentin perusteella saada valvottavalta ja muulta finanssimarkkinoilla toimivalta salassapitosäännösten estämättä tarvittavat tiedot ja selvitykset sen laissa säädettyjen tehtävien hoitamiseksi. Fiva voi myös kutsua 22 §:n perusteella esimerkiksi lain 18 §:ssä tarkoitettun oikeushenkilön edustajan tai sen palveluksessa olevan henkilön kuultavaksi. 24 §:ssä taas säädetään Finanssivalvonnan tarkastusoikeudesta. Sen 1 momentin mukaan Fivalla on salassapitosäännösten estämättä oikeus saada tarkastettavakseen valvottavan ja muun finanssimarkkinoilla toimivan toimipaikassa tämän toimintaa ja hallintoa koskevat muun muassa asiakirjat ja muut tallenteet, jotka ovat tarpeen valvontatehtävien hoitamiseksi⁴⁰.

Toimilupiin liittyvänä valvontavaltuutena Finanssivalvonta voi esimerkiksi FivaL:n 26 §:n perusteella perua valvottavan toimiluvan, jos valvottava on toiminnassaan esimerkiksi 2 momentin 1 kohdan mukaisesti olennaisesti rikkonut finanssimarkkinoita koskevia säännöksiä tai viranomaisen niiden nojalla antamia säännöksiä tai määräyksiä, toimiluvan ehtoja tai valvottavan toimintaa koskevia sääntöjä. Lievempänä keinona Fiva voi kuitenkin myös ainoastaan rajoittaa määräajaksi valvottavan toimiluvan mukaista toimintaa, kuitenkin täysin toimilupaa peruuttamatta lain 27 §:n perusteella. Tällainen toiminnan rajoittamista puoltava edellytys on esimerkiksi lain 1 momentin 2 kohdan mukaan todettu taitamattomuus ja varomattomuus valvottavan hoidossa, jonka toiminnan jatkaminen ilmeisesti vaarantaisi vakavasti finanssimarkkinoiden valvonnalle lain 1 §:ssä säädettyjen tavoitteiden toteutumisen.⁴¹

Fivan yleisiin toimivaltuuksiin kuuluu puolestaan muun muassa 33 §:n mukainen toimeenpano-kielto ja oikaisukehotus. Pykälän 1 momentin mukaan Fiva voi kieltää valvottavan tai muun finanssimarkkinoilla toimivan tekemän päätöksen täytäntöönpanon tai suunnitteleman toimenpiteen

⁴⁰ Myös Euroopan finanssivalvontajärjestelmään kuuluvat Euroopan valvontaviranomaiset voivat 5 momentin mukaan osallistua näihin tarkastuksiin niiden toimintaa sääntelevien finanssivalvonta-asetusten puitteissa.

⁴¹ Mäenpään mukaan viranomaisen myöntämällä hallintoluvilla, ja erityisesti juuri valvonnallisiksi luviksi määritellyillä toimiluvilla, on monesti tarkoitus tehdä luvanvaraisen toiminnan valvonnasta mahdollista. Mäenpää määrittelee toimiluvan peruuttamisen valvonnalliseksi hallinnolliseksi seuraamukseksi, jonka päätöksenteossa olisi otettava huomioon hallintolain (HL, 434/2003) 6:ssä säädetyistä oikeusperiaatteista erityisesti suhteellisuusperiaate. Fivan olisi siis suhteellisuusperiaatteen mukaisesti toimilupiin liittyvässä päätöksenteossa ennen toimiluvan täydellistä peruuttamista velvoite ryhtyä lievempiin keinoihin, kuten esimerkiksi toimiluvan mukaisen toiminnan rajoittamiseen määräajaksi tai varoituksen antamiseen, ennen kuin toimilupa voitaisiin lopullisesti peruuttaa, ks. tarkemmin hallintoluvista Mäenpää 2017, s. 49–50 ja valvonnallisista seuraamuksista Mäenpää 2017, s. 75–76.

toteutuksen, jos päätös tai toimenpide on ristiriidassa finanssimarkkinoita koskevien säännösten, niiden nojalla annettujen määräysten, valvottavan toimiluvan ehtojen tai muun finanssimarkkinoilla toimivan toimintaa koskevien sääntöjen kanssa. 2 momentin mukaan, jos päätös tai toimenpide on jo pantu täytäntöön, Fiva voi velvoittavaa valvottavaa tai muuta finanssimarkkinoilla toimivaa ryhtymään tarvittaviin toimenpiteisiin oikaisun aikaansaamiseksi. 3 momentin mukaan Fiva voi puolestaan velvoittaa valvottavan tai muun finanssimarkkinoilla toimivan lopettamaan toiminnassaan soveltamansa menettelyn, jos menettely on vastoin 1 momentissa mainittuja finanssimarkkinoiden sääntöjä. Edellä mainittuja valtuuksia täydentää 33 a §:n mukainen mahdollisuus uhkasakon asettamiseen velvollisuuksien täyttämiseksi, jos laiminlyönnit eivät ole vähäisiä.

Fivan arvopaperimarkkinavalvontaan liittyvistä erityisistä valvontavaltuuksista säädetään luvun 3 lopussa. Fiva voi esimerkiksi ensinnäkin 36 §:n perusteella määrätä tutkimuksen ilmaisukiellon sellaiselle henkilölle, joka on ollut läsnä tai jolta on pyydetty tietoja Fivan toimeenpanemassa tarkastuksessa. Tietoa tutkimuksesta ei saa antaa sille, johon tutkimus kohdistuu eikä muillekaan henkilöille. Fiva myös valvoo kansainvälisten tilinpäätösstandardien, kuten IFRS-standardien, noudattamista sijoittajainformaation näkökulmasta lain 37 §:n mukaan. 37 a §:ssä puolestaan säädetään esimerkiksi lyhyeksi myyntiasetuksessa⁴² tarkoitettujen erityisten valtuuksien käyttämisestä. Valtuuksista säädetään tarkemmin asetuksen 20 artiklassa, jonka mukaan toimivaltainen viranomainen voi asettaa tietyissä tapauksissa lyhyeksi myynnille kieltoja tai ehtoja⁴³. Fiva voi myös FivaL:n 37 b §:n perusteella asettaa enintään viideksi vuodeksi luonnolliselle henkilölle kokonaan kiellon käydä kauppaa rahoitusvälineillä omaan lukuunsa joko suoraan tai välillisesti, jos henkilö rikkoo markkinoiden väärinkäyttöasetuksen sääntelyä.

FivaL:n lisäksi myös esimerkiksi AML:ssa säädetään Fivan valvontavaltuuksista arvopaperimarkkinoilla. AML:ssa valvontavaltuudet ovat sijoitettu lukuun 17. Esimerkiksi sen 1–1 c §:en perusteella Fiva voi arvopaperimarkkinoiden sääntelyä rikottaessa lykätä arvopaperin tarjoamista yle-

⁴² Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 236/2012 lyhyeksi myynnistä ja tietyistä luottoriskinvaihtosopimuksiin liittyvistä kysymyksistä.

⁴³ Myös ESMA:lle sisältyy asetuksen 28 artiklan mukaan poikkeuksellisissa olosuhteissa toimivaltuuksia lyhyeksi myynnin suhteen, joita käsitellään myöhemmän Euroopan unionin tuomioistuimen ns. lyhyeksi myyntitapauksen käsitteilyn yhteydessä.

sölle (1 §), kieltää äänioikeuden käyttämisen yhtiökokouksessa (1 a §), kieltää arvopapereita koskevan esitteen markkinoinnin (1 b §) sekä kieltäytyä hyväksymästä esitettä tietyksi määräajaksi (1 c §)⁴⁴.

Pörssikaupankäynnin valvonnassa tulee Fivan suorittamasta lainsäädännön ja muun virallissääntelyn laillisuusvalvonnasta erottaa vielä omaksi alueekseen pörssin itsensä suorittama markkinavalvonta, joka kohdistuu kuitenkin pelkästään pörssin itsesääntelyyn, kuten pörssin omiin sisäisiin sääntöihin. Pörssi voi määrätä listayhtiöille tiettyjä seuraamuksia, kuten kurinpitomaksuja ja joissain äärimmäisissä tapauksissa jopa lopettaa arvopaperilla käytävän kaupan tai peruuttaa pörssivälittäjän oikeudet, jos ne ovat toimineet vastoin pörssin sääntöjä. Pörssin on kuitenkin saatettava myös Fivan tietoon säännösten vastainen menettely pörssikaupankäynnissä.⁴⁵

Finanssivalvonnan merkittävimpiä toimivaltuuksia markkinoiden väärinkäytösten osalta on sen mahdollisuus määrätä hallinnollisia seuraamuksia. Hallinnollisten seuraamusten määräämisessä Fiva käyttää julkista valtaa. Fivan hallinnollisten seuraamusten määräämisessä käyttämän julkisen vallan voidaan sanoa olevan merkittävää, jonka vuoksi sen perusteista siten säädetään perustuslain 124 §:ssä⁴⁶. Hallinnollisista seuraamuksista säädetään FivaL:n 4 luvussa. Teot ja laiminlyönnit, joista määrätään hallinnollinen seuraamus, ovat kuitenkin säädetty asianomaisissa laeissa tai asetuksissa erikseen FivaL:n sijasta, jotta seuraamukseen johtavien tekojen joukko olisi lähempänä sääntelyä, jonka rikkomiseen ne liittyvät⁴⁷. Tietyt moitittavimmat arvopaperimarkkinoiden väärinkäytökset on lisäksi säädetty rikosoikeudellisesti rangaistavaksi arvopaperimarkkinarikoksina rikoslain (39/1889) 51 luvussa. Sekä hallinnollisten seuraamusten, että rikosoikeudellisten rangaistusten kansallinen sääntely perustuu vahvasti EU-sääntelyyn markkinoiden väärinkäyttöasetuksessa ja -direktiivissä, joiden perusteella jäsenvaltioiden on säädettävä riittävän ankarat sekä ennaltaehkäisevät seuraamukset markkinoiden väärinkäytöstä.

Tällä hetkellä Finanssivalvonnan käytettävissä olevat hallinnolliset seuraamukset ovat rikemaksu, julkinen varoitus ja seuraamusmaksu⁴⁸. Rikemaksusta säädetään FivaL:n 38 §:ssä ja se määrätään

⁴⁴ Muutettu 1 § sekä lisätyt 1 b § ja 1 c § tulevat voimaan 22.7.2019.

⁴⁵ Ks. lisää pörssin suorittamasta markkinavalvonnasta esim. Parkkonen – Knuts 2014, s. 292–293.

⁴⁶ Mäenpää 2017, s. 72.

⁴⁷ Häyrynen – Kajala 2013, s. 570.

⁴⁸ Aiemmin Fivan käytössä oli vielä lisäksi julkinen huomautus, mutta se on arvopaperimarkkinalainsäädännön muutuksessa poistettu Fivan keinovalikoimasta. Lisäksi uudistuksen yhteydessä nostettiin Fivan rahamääräisten seuraamusten tasoa, sillä ne olivat Euroopan unionin jäsenvaltioiden tasolla tarkasteltuna melko alhaisia, ks. HE 32/2012 vp, s. 69.

sille, joka tahallaan tai huolimattomuudesta laiminlyö tai rikkoo 1 momentin 1–8 kohdissa mainittujen lakien tai asetusten määräyksiä. 2 momentin mukaan rikemaksun suuruus perustuu kokonaisarviointiin ja arvioinnissa otetaan huomioon menettelyn laatu, laajuus ja kestoaika⁴⁹. Oikeushenkilölle määrättävä rikemaksu on vähintään 5 000 euroa ja enintään 100 000 euroa. Luonnolliselle henkilölle määrättävä rikemaksu on vähintään 500 euroa ja enintään 10 000 euroa.

Julkisesta varoituksesta puolestaan säädetään lain 39 §:ssä. Se voidaan määrätä valvottavalle ja muulle finanssimarkkinoilla toimivalle, jos tämä tahallaan tai huolimattomuudesta menettelee muuten kuin rikemaksua tai seuraamusmaksua koskevissa pykälissä tarkoitettujen finanssimarkkinoita koskevien sääntöjen tai määräysten vastaisesti. Julkinen varoitus voidaan myös määrätä, jos valvottava tahallaan tai huolimattomuudesta menettelee toimilupansa ehtojen tai toimintaansa koskevien sääntöjen vastaisesti. Vaikka julkiseen varoitukseen ei liity rike- tai seuraamusmaksun kaltaista rahanmääräistä rangaistusta, on se valvottaville ja muille markkinatoimijoille yleensä kuitenkin verraten haitallinen seuraamus, sillä tämä maineriskin realisoiva seuraamus heikentää niiden kuvaa vastuullisena markkinatoimijana esimerkiksi sijoittajien ja muiden sidosryhmien silmissä.

Seuraamusmaksu on Fivan käytössä olevista hallinnollisista seuraamuksista kaikkein ankarin, ja sen onkin tarkoitus toimia seuraamuksena kaikkein moitittavimmista rikkomuksista⁵⁰. Seuraamusmaksu määrätään sille, joka tahallaan tai huolimattomuudesta laiminlyö tai rikkoo FivaL:n 40 §:n 1 momentissa, 2 momentin 1–7 kohdissa tai 5 momentissa määriteltyjä lakeja tai asetuksia. Lain 41 §:n 1 momentin mukaan seuraamusmaksun määrää Finanssivalvonta⁵¹. 2 momentin mukaan seuraamusmaksun määrä perustuu kokonaisarviointiin. Sen määrää arvioitaessa on otettava huomioon menettelyn laatu, laajuus ja kestoaika sekä tekijän taloudellinen asema. Arvioinnissa on

⁴⁹ FivaL:n säännösten lisäksi niin rikemaksua kuin seuraamusmaksuakin koskevassa kokonaisarvioinnissaan Fiva käyttää hyödykseen sen julkaisemia periaatteita seuraamus- ja rikemaksujen suuruuteen vaikuttavista tekijöistä. Muusta lainsäädännöstä Fiva mainitsee periaatteissaan perustuslain 6 §:n yhdenvertaisuusperiaatteen ja hallintolain 6:ssä säädetyt oikeusperiaatteet. Erityisen tärkeitä taloudellisten sanktioiden, kuten rike- ja seuraamusmaksujen kohdalla, on oikeusperiaatteista suhteellisuusperiaate. Tämä täytyy ottaa kielteisten ja rajoittavien viranomaispäätösten kohdalla erityisesti huomioon, jotta seuraamukset olisivat oikeassa suhteessa tavoiteltuun päämäärään nähden, ks. tarkemmin Finanssivalvonta Seuraamus- ja rikemaksujen suuruuteen vaikuttavia tekijöitä 25.2.2015.

⁵⁰ Kaikkein moitittavimpien rikkomusten kohdalla Fivan täytyy käyttää harkintavaltaansa ja tarkastella asiaa sillä tavoin, että voisivatko teon tunnusmerkit jopa täyttää rikoslain 51 luvun mukaisten arvopaperimarkkinarikosten kriteerit, joista tulisi näin ollen ilmoittaa esitutkintaviranomaisille eli poliisille. Näissä tapauksissa Fivan tulee huomioida erityisesti sille FivaL:n 3 c §:n 2 momentissa asetettu velvollisuus ilmoittaa asiasta viipymättä asianomaiselle viranomaiselle, kuten poliisille, jos se valvontatoiminnassaan tai laissa säädettyjä muita tehtäviä hoitaessaan havaitsee tai epäilee, että finanssipalveluja tai finanssijärjestelmää aiotaan käyttää rikollisiin tarkoituksiin.

⁵¹ Nykyään Fiva määrää itse kaikki seuraamusmaksut. Aiemmin yli miljoonan euron seuraamusmaksut määräsi markkinaoikeus Fivan esityksestä. Uudistusta perusteltiin muun muassa seuraamusjärjestelmän toiminnan tehostamisella sekä kansainvälisellä käytännöllä valvontaviranomaisten toimivaltuuksista, ks. HE 151/2017, s. 81.

lisäksi otettava huomioon menettelyllä saavutettu hyöty ja sillä aiheutettu vahinko, jos ne ovat määritettävissä, tekijän yhteistyö Finanssivalvonnan kanssa asian selvittämiseksi ja toimenpiteet rikkomisen toistumisen estämiseksi, muut ja aiemmat finanssimarkkinoita koskeviin säännöksiin kohdistuneet rikkomukset ja laiminlyönnit sekä menettelyn mahdolliset vaikutukset rahoitusjärjestelmän vakaudelle.

4 momentin mukaan seuraamusmaksu saa olla enintään 10 prosenttia oikeushenkilön tekoa tai laiminlyöntiä edeltävän vuoden liikevaihdosta, kuitenkin enintään 10 miljoonaa euroa. 5 momentissa säädetään luonnollisen henkilön seuraamusmaksun perusteeksi enintään 10 prosenttia hänen viimeksi toimitetun verotuksen mukaisista tuloistaan, kuitenkin enintään 100 000 euroa. 6 momentin mukaan, jos finanssimarkkinoilla palveluja tarjoavalle luonnolliselle henkilölle määrättävä seuraamusmaksu koskee hänen 5 §:n 17 kohdan nojalla valvottavaa elinkeinotoimintaansa, seuraamusmaksu saa olla enintään 10 prosenttia hänen tästä elinkeinotoiminnastaan saamista viimeksi toimitetun verotuksen mukaisista tuloistaan, kuitenkin enintään 2,5 miljoonaa euroa. 41 a §:ssä puolestaan säädetään seuraamusmaksun enimmäismääristä eräissä erityistapauksissa, joiden puitteissa oikeushenkilöille voidaan määrätä seuraamusmaksua jopa enintään 15 prosenttia oikeushenkilön tekoa tai laiminlyöntiä edeltävän vuoden liikevaihdosta, kuitenkin enintään 15 miljoonaa euroa sekä luonnolliselle henkilölle enintään 5 miljoonaa euroa.

Hallinnolliset seuraamukset ja hallinnolliset rangaistusseuraamukset liittyvät molemmat lainvastaiseen menettelyyn ja lakisääteisten velvoitteiden laiminlyöntiin. Ne tulisi kuitenkin pitää erillään, sillä niihin kohdistuu muun muassa erilaiset menettelyvaatimukset ja niiden oikeudelliset vaikutukset myös poikkeavat toisistaan. Hallinnollisiin seuraamuksiin luetaan kuuluvaksi muun muassa hallintoluvan peruuttaminen sekä uhkasakon määrääminen. Hallinnollisia rangaistusseuraamuksia puolestaan voidaan kutsua myös hallinnollisiksi sanktioiksi. Esimerkiksi viranomaisten määräämät seuraamusmaksut ja varoitukset voidaan lukea kuuluviksi hallinnollisiin sanktioihin.⁵²

Hallinnollisia rangaistusseuraamuksia on entistä enemmän tuotu viranomaisten toimivaltuuksiin lainsäädännössä viime vuosina ja niiden käyttöönottoa on perusteltu etenkin vähäisten rikkomusten tai laiminlyöntien tehokkaalla sanktioinnilla, jossa ei olisi järkevää ryhtyä hitaaseen ja niukkoja

⁵² Mäenpää 2017, s. 73–75. Tämän jaottelun mukaan FivaL:n 4 luku ”Hallinnolliset seuraamukset” tulisikin todellisuudessa ehkä tarkemmin olla nimetty ”Hallinnolliset rangaistusseuraamukset”.

resursseja kuluttavaan tuomioistuinprosessiin. Prosessuaalisesti tarkasteltuna hallinnolliset sanktiot muistuttavat läheisesti rikosoikeudellisia rangaistuksia, jonka vuoksi näissä hallinnollisessa menettelyssä määrättävissä sanktioissa on otettava hallintolain lisäksi huomioon myös tiettyjä rikosoikeuteen kuuluvia seikkoja. Näitä huomioonotettavia periaatteita ja kieltoja ovat esimerkiksi rikosoikeuden inkriminaatiokiello, syyttömyysolettama, rikosoikeudellinen legaliteettiperiaate ja kaksoisrangaistuksen kiello.⁵³

⁵³ Mäenpää 2017, s. 75–77. Erityisesti kaksoisrangaistuksen kiello eli *ne bis in idem* -periaate on ollut esillä hallinnollisten sanktioiden ja rikosoikeudellisten rangaistusten kohdalla monissa Euroopan ihmisoikeustuomioistuimen ratkaisuissa. Kiellosta syyttää ja rangaista kahdesti säädetään Euroopan ihmisoikeussopimuksen 7 lisäpöytäkirjan 4 artiklassa. Myös FivaL:n 42 §:n 3 momentissa säädetään kaksoisrangaistuksen kiellosta ja sen mukaan rikemaksua tai seuraamusmaksua ei voida määrätä sille, jota epäillään samasta teosta esitutkinnassa, syyteharkinnassa tai tuomioistuimessa vireillä olevassa rikosasiassa. Rikemaksua tai seuraamusmaksua ei voida määrätä myöskään sille, jolle on samasta teosta annettu lainvoimainen tuomio.

3 EUROOPAN FINANSSIVALVONTAJÄRJESTELMÄ JA FINANS- SIALAN SÄÄNTELY EUROOPAN UNIONISSA

3.1 Euroopan finanssivalvontajärjestelmän syntyminen

3.1.1 De Larosière -ryhmän raportti

Euroopan finanssivalvontajärjestelmän rakentaminen alkoi todella nopeaan tahtiin vuonna 2008 alkaneen kansainvälisen finanssikriisin syventyessä. Vielä vuoden 2008 helmikuussa komission mukaan rahoitusmarkkinoiden sääntely Euroopassa oli hyvällä tasolla ja tuolloin ehdotettiin vain pieniä muutoksia finanssimarkkinoiden sääntelyyn ja valvontaan⁵⁴. Saman vuoden lokakuussa tilanne oli kuitenkin aivan toinen kriisin kärjistyessä, jolloin komission mukaan finanssimarkkinoiden sääntelyä ja valvontaa tulisi vahvistaa mahdollisimman pian. Tämän suunnitelman yhteydessä komissio asetti rahoitusmarkkinoiden asiantuntijoista koostuvan korkean tason asiantuntijatyöryhmän, jonka tarkoituksena oli muun muassa selvittää, miten Euroopan rahoituslaitokset tulisi organisoida, jotta niiden toiminnan vakauden valvonta ja markkinoiden asianmukainen toiminta voitaisiin varmistaa sekä myös vahvistaa yhteistyötä Euroopassa rahoitusalan vakauden valvonnan osalta.⁵⁵

Työryhmän puheenjohtajaksi valittiin ranskalainen Jacques de Larosière ja hänen lisäksi siihen kuului seitsemän muuta asiantuntijajäsentä. Ryhmän työskentely oli nopeatahtista, sillä jo vuoden 2009 helmikuussa de Larosièren -ryhmä antoi suosituksensa ja raporttinsa⁵⁶ finanssivalvonnasta Euroopan unionissa. Asiantuntijaryhmä esitti lukuisia ehdotuksia Euroopan finanssimarkkinoiden sääntelyn lisäämiseksi ja valvonnan uudistamiseksi niin mikro- kuin makrotasolla. Keskeisimmäksi valvonnan uudistukseksi ehdotettiin Euroopan finanssivalvontajärjestelmän perustamista. Ehdotuksessa mikrotason finanssivalvonnasta Euroopassa vastaisivat kolmen eri sektorin, eli arvopaperi-, pankki- ja vakuutussektorien valvontaviranomaiset. Makrotason valvonnasta puolestaan vastaisi EKP:n yhteyteen perustettava valvontaelin. Euroopan finanssivalvontajärjestelmän luomi-

⁵⁴ Ks. Komission tiedonanto Euroopan parlamentille ja neuvostolle Euroopan rahoitusjärjestelmän sopeutuminen muutoksiin KOM (2008) 122 lopullinen, s. 3–6.

⁵⁵ Ks. Komission tiedonanto Finanssikriisistä talouden elpymiseen: eurooppalainen toimintakehys KOM (2008) 706 lopullinen, s. 4.

⁵⁶ The High-Level Group on Financial Supervision in the EU 2009, 25.2.2009.

sesta huolimatta kansalliset valvontaviranomaiset vastaisivat kuitenkin edelleen pääosin päivittäisestä valvontatyöstä eri jäsenvaltioissa.⁵⁷ Kansallisella tasolla valtiovarainministeriön työryhmän muistiossa de Larosièren -ryhmän ehdotuksia finanssivalvonnan uudistamiseksi EU:ssa perustamalla Euroopan finanssivalvontajärjestelmä pidettiin perusteltuina ja tarpeellisina⁵⁸.

Komissio hyväksyi suurimman osan de Larosièren -ryhmän raportin suosituksista Euroopan finanssivalvontajärjestelmän perustamiseksi ja näiden perusteella antoikin ehdotuksensa tätä koskeviksi asetuksiksi jo syyskuussa 2009. Ehdotukset koskivat Euroopan järjestelmäriskikomitean (ESRB)⁵⁹, Euroopan pankkiviranomaisen (EBA)⁶⁰, Euroopan vakuutus- ja lisäeläkeviranomaisen (EIOPA)⁶¹ sekä Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen (ESMA)⁶² perustamista. Myöhemmin edellä mainittuja ehdotuksia täydennettiin vielä ehdotuksella ns. Omnibus-direktiivistä⁶³, jolla ehdotettiin uusien viranomaisten perustamisesta johtuvia muutoksia muuhun jo voimassaolevaan EU:n finanssimarkkinoita koskevaan lainsäädäntöön. Asetukset ja direktiivi hyväksyttiin 24.11.2010 ja Euroopan finanssivalvontajärjestelmä ja uudet valvontaviranomaiset aloittivat tehtävänsä 1.1.2011. Euroopan finanssivalvontajärjestelmän muodostavat kokonaisuudessaan siten mikrotason valvonnasta vastaavat valvontaviranomaiset eli EBA, EIOPA, ESMA, näiden yhteistyötä koordinoiva yhteiskomitea (Joint committee) sekä makrotason valvonnasta vastaava ESRB. Myös kansalliset toimivaltaiset viranomaiset luetaan kuuluviksi mukaan Euroopan finanssivalvon-

⁵⁷ The High-Level Group on Financial Supervision in the EU 2009, 25.2.2009, s. 44–48.

⁵⁸ Valtiovarainministeriön julkaisuja 34/2009 – Rajat ylittävän finanssivalvonnan kehittäminen, s. 60.

⁵⁹ Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi rahoitusjärjestelmän makrotason vakauden valvonnasta yhteisössä ja Euroopan järjestelmäriskikomitean perustamisesta KOM (2009) 499 lopullinen. Ehdotusta täydensi lisäksi ehdotus neuvoston päätökseksi Euroopan järjestelmäriskikomitean toimintaan liittyvien erityistehtävien antamisesta Euroopan keskuspankille KOM (2009) 500 lopullinen.

⁶⁰ Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi Euroopan pankkiviranomaisen perustamisesta KOM (2009) 501 lopullinen.

⁶¹ Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi Euroopan vakuutus- ja lisäeläkeviranomaisen perustamisesta KOM (2009) 502 lopullinen.

⁶² Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen perustamisesta KOM (2009) 503 lopullinen.

⁶³ Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi direktiivien 1998/26/EY, 2002/87/EY, 2003/6/EY, 2003/41/EY, 2003/71/EY, 2004/39/EY, 2004/109/EY, 2005/60/EY, 2006/48/EY, 2006/49/EY ja 2009/65/EY muuttamisesta Euroopan pankkiviranomaisen, Euroopan vakuutus- ja työeläkeviranomaisen ja Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen toimivaltojen osalta KOM (2009) 576 lopullinen. Sittemmin on jo hyväksytty ns. Omnibus II -direktiivi, ks. Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/51/EU, direktiivien 2003/71/EY ja 2009/138/EY sekä asetusten (EY) N:o 1060/2009, (EU) N:o 1094/2010 ja (EU) N:o 1095/2010 muuttamisesta Euroopan valvontaviranomaisen (Euroopan vakuutus- ja lisäeläkeviranomainen) ja Euroopan valvontaviranomaisen (Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen) toimivaltuuksien osalta.

tajärjestelmään. Euroopan valvontaviranomaisista annettujen asetusten perusteluissa niiden säädöserustaksi määritellään SEUT 114 artikla, jossa säädetään lainsäädännön lähentämisestä sisämarkkinoiden toiminnan edistämiseksi. Kuviossa 1 esitetään Euroopan finanssivalvontajärjestelmän rakenne kokonaisuudessaan.



Kuvio 1. Euroopan finanssivalvontajärjestelmä (mukailten EU:n neuvoston lehdistötiedote 12.2.2019).

Uudistuksen tärkeydestä voidaan päätellä jo jotain sen todella nopeasta toteutuksesta ja läpivientiä, sillä kyseessä kuitenkin on melko kompleksinen ja kattava institutionaalinen uudistus, joka vietiin kokonaisuudessaan läpi noin 20 kuukaudessa⁶⁴. Uudistuksen ripeää läpivientiä ja hyväksymistä todennäköisesti helpotti se seikka, että perustetut valvontaviranomaiset eivät kuitenkaan ole täysin ”uusia”, sillä ennen Euroopan finanssivalvontajärjestelmän perustamista Euroopan unionin

⁶⁴ Moloney 2011a, s. 44.

tasolla valvonnan yhdentämisestä vastasivat eri finanssisektorien ns. valvojien komiteat⁶⁵. Valvontaviranomaisten organisaation voidaankin sanoa tulleen ainakin osittain perustetuksi näiden komiteoiden entisten rakenteiden päälle⁶⁶. Valvojien komiteat tosin operoivat huomattavasti pienemmillä toimivaltuuksilla, jonka vuoksi uudistuksen merkitys oli huomattava erityisesti EU:n ns. virastoitumiskehityksen kannalta⁶⁷. Toisin kuin valvojien komiteat, Euroopan valvontaviranomaiset ovat nimittäin itsenäisiä oikeushenkilöitä, joilla on vahva organisaatio ja merkittävät institutionalisoidut toimivaltuudet erityisesti sääntelyn alueella⁶⁸.

3.1.2 Euroopan valvontaviranomaisten hallinnollinen asema ja organisaatio

Unionin hallintoviranomaisten merkittäviin tehtäviin kuuluvat muun muassa komission avustaminen sääntelyyn ja valvontaan liittyvissä tehtävissä. Joidenkin EU:n hallintoviranomaisten tehtäviin lisäksi sisältyy toimivaltuudet hallinnollisten ja velvoittavien päätösten tekemiseen, mutta pääasiassa hallintoviranomaiset toimivat valmistelu- ja neuvonantotehtävissä. Suurimman ryhmän EU:n hallintoviranomaisten osalta muodostavat EU:n hallinnolliset virastot (agency), joita voidaan kutsua myös erillisvirastoiksi.⁶⁹ Erillisvirastot ovat julkisia viranomaisia, jotka omaavat oikeushenkilöllisyyden. Erillisvirastot perustetaan sekundaarinormilla tiettyjen erityistä teknistä tai tieteellistä asiantuntemusta vaativien tehtävien hoitamiseksi. Raitio määrittelee Euroopan finanssivalvontajärjestelmässä toimivat Euroopan valvontaviranomaiset kuuluviksi sisämarkkinoiden toimintaa edistäviksi erillisvirastoiksi, joiden tehtäviin kuuluu muun muassa omien hallinnonalojensa sääntely.⁷⁰ Erillisvirastot voitaisiinkin siten kokonaisuudessaan määritellä olevan sekundaarinormilla perustettuja itsenäisiä viranomaisia, joilla on oikeushenkilöllisyys ja joiden tehtävät on määritelty tarkasti⁷¹.

Mäenpää puolestaan määrittelee Euroopan valvontaviranomaiset omaksi valvontaviranomaisten (supervisory authority) kategoriaan kuuluviksi, joka myös on uusin EU:n hallintoviranomaisten

⁶⁵ Nämä aiemmat ns. Lamfalussy-prosessin kolmannen tason komiteat olivat Euroopan pankkivalvontaviranomaisten komitea, Euroopan vakuutus- ja työeläkevalvontaviranomaisten komitea ja Euroopan arvopaperimarkkinavalvojien komitea.

⁶⁶ Marjosola 2017, s. 14.

⁶⁷ Busuioc 2013, s. 112.

⁶⁸ Marjosola 2014b, s. 345.

⁶⁹ Mäenpää 2011, s. 177–178.

⁷⁰ Raitio 2016, s. 129–130.

⁷¹ Ks. erillisvirastojen määritelmästä esim. Griller – Orator 2010, s. 7.

muoto. Euroopan valvontaviranomaisten päätehtävät liittyvät hallinnolliseen valvontaan, eli tietyn hallinnonalan toiminnan seuraamiseen ja valvomiseen. Mäenpään mukaan Euroopan finanssivalvontajärjestelmän puitteissa toimivat Euroopan valvontaviranomaiset voitaisiin pääasiallisen toimintansa vuoksi luokitella EU:n virastoiksi, mutta muodollisesti tarkasteltuna ne eivät kuitenkaan ole unionin viraston asemassa, vaan unionin elimiä.⁷²

Euroopan valvontaviranomaisten organisaatio koostuu niitä koskevien asetusten 6 artikloissa määritellyistä elimistä. Näitä ovat hallintoneuvosto, johtokunta, puheenjohtaja, toimitusjohtaja ja valituslautakunta. Valvontaviranomaisten organisaatiosta ja niiden toimielinten tarkemmista tehtävistä säädetään lisäksi asetusten kolmansissa luvuissa. EBA:n, EIOPA:n ja ESMA:n organisaatorakenteet ovat pääosin yhteneväiset ja niiden toimielinten tehtävätkin vastaavat hyvin tarkkaan toisiaan, mutta jäljempänä tarkastelu keskittyy esityksen selkeyden vuoksi ESMA:n toimintaa sääntelevän asetuksen ja sen toimielinten tarkasteluun.

ESMA:n ylin päätöksentekoeelin on hallintoneuvosto (Board of Supervisors). Hallintoneuvoston kokoonpanosta, tehtävistä ja päätöksenteosta säädetään ESMA-asetuksen 40–44 artikloissa. 40 artiklan mukaan hallintoneuvostossa äänivaltaa käyttävät kunkin jäsenvaltion kansallisen toimivaltaisen viranomaisen päälliköt ja heille tulee lisäksi valita varajäsenet. Hallintoneuvostoon kuuluu myös ilman äänivaltaa komission edustaja, EBA:n, EIOPA:n ja ESRB:n edustajat sekä puheenjohtaja (Chair), joka valitaan työskentelemään ESMA:n palvelukseen kokopäiväisesti. Hallintoneuvosto voi myös kutsua kokouksiinsa ilman äänivaltaa toimivia tarkkailijoita ja ESMA:n toimitusjohtaja (Executive Director) voi osallistua hallintoneuvoston kokouksiin ilman äänivaltaa. 41(1) artiklan mukaan hallintoneuvosto voi lisäksi perustaa sisäisiä komiteoita tai lautakuntia hallintoneuvostolle annettuja erityistehtäviä varten ja voi siirtää tiettyjä selkeästi määriteltyjä tehtäviä ja päätöksiä sisäisille komiteoille tai lautakunnille, johtokunnalle tai puheenjohtajalle.

Hallintoneuvoston riippumattomuudesta puolestaan säädetään asetuksen 42 artiklassa. Sen mukaan hallintoneuvoston puheenjohtajan ja äänivaltaisten jäsenten tulee toimia asetuksen mukaisia tehtäviä suorittaessaan riippumattomasti, puolueettomasti ja yksinomaan koko unionin yleisen edun mukaisesti pyytämättä tai ottamatta ohjeita unionin toimielimiltä tai elimiltä, minkään jäsenvaltion

⁷² Mäenpää 2011, s. 183, 187. Tätä käsitystä tukee myös esimerkiksi ESMA-asetuksen 5(1) artikla, jonka mukaan ESMA on oikeudelliselta asemaltaan unionin elin. ESMA on kuitenkin EU:n virallisilla verkkosivuilla luokiteltu kuuluvaksi EU:n hajautettuihin virastoihin, ks. EU:n virallinen verkkosivusto: Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen.

hallitukselta taikka muulta julkiselta tai yksityiseltä elimeltä. Myöskään jäsenvaltiot, unionin toimielimet tai elimet taikka muut julkiset tai yksityiset elimet eivät saa pyrkiä vaikuttamaan hallintoneuvoston jäseniin heidän suorittaessaan tehtäviään.

Hallintoneuvoston tehtävistä säädetään asetuksen 43 artiklassa. Sen tehtäviin kuuluu ensinnäkin ESMA:n työn ohjaaminen ja vastaaminen asetuksen II luvussa tarkoitettujen päätösten tekemisestä. Se myös antaa II luvussa tarkoitettut lausunnot, suositukset ja neuvot.⁷³ Hallintoneuvoston tehtäviin kuuluu myös puheenjohtajan nimittäminen ja erottaminen, vuosittaisen ja monivuotisen työohjelman hyväksyminen ja sen antaminen tiedoksi parlamentille, neuvostolle ja komissiolle. Hallintoneuvosto hyväksyy myös vuosikertomuksen ja toimittaa sen parlamentille, neuvostolle, komissiolle, tilintarkastustuomioistuimelle sekä Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle. Lisäksi hallintoneuvosto hyväksyy talousarvion.

Hallintoneuvoston päätökset tehdään lähtökohtaisesti asetuksen 44 artiklan mukaan sen jäsenten yksinkertaisella enemmistöllä ja kullakin jäsenellä on yksi ääni. Määräenemmistöpäätöstä edellytetään kuitenkin tietyissä tapauksissa, kuten teknisten standardien, ohjeiden ja suositusten sekä budjetin päätöksenteon osalta⁷⁴. Hallintoneuvoston päätöksenteosta säädetään tarkemmin sen 44(3) artiklan mukaan hyväksymässä ja julkaisemassa työjärjestyksessä⁷⁵.

Asetuksen 45 artiklassa säädetään johtokunnasta (Management Board). Johtokuntaan kuuluu puheenjohtaja ja kuusi muuta hallintoneuvoston äänivaltaisten jäsenten keskuudestaan valitsemaa hallintoneuvoston jäsentä. Johtokunnan jäsenillä, puheenjohtajaa lukuun ottamatta, tulee olla henkilökohtainen varajäsen. Hallintoneuvoston valitsemien jäsenten toimikauden pituus on kaksi ja puoli vuotta ja toimikautta voidaan jatkaa kerran. Johtokunnan kokoonpanon tulee olla tasapuolinen ja oikeasuhtainen ja sen tulee edustaa koko unionia. ESMA:n toimitusjohtaja, varapuheenjohtaja ja komission edustaja osallistuvat johtokunnan kokouksiin, tosin ilman äänioikeutta⁷⁶. Johtokunnassa päätökset tehdään läsnä olevien jäsenten enemmistöllä siten, että kullakin jäsenellä on

⁷³ ESMA-asetuksen II luvussa säädetään ESMA:n tehtävistä ja toimivaltuuksista esimerkiksi ns. sääntely- ja ohjausvaltuuksien osalta, joita käsitellään tarkemmin myöhemmin tutkielmassa.

⁷⁴ Määräenemmistö määritellään Euroopan unionista tehdyn sopimuksen (SEU, Euroopan unionista tehdyn sopimuksen konsolidoitu toisinto EUVL N:o C 326/13, 26.10.2012) 16(4) artiklan sekä siihen liittyvän siirtymämääräyksistä tehdyn pöytäkirjan (N:o 36) 3 artiklan mukaisesti.

⁷⁵ Ks. Decision of the Board of Supervisors: Rules of Procedure, 14.12.2016 (ESMA/2012/BS/88 rev3).

⁷⁶ Komission edustajalla on kuitenkin äänioikeus artiklan 63 mukaisissa asioissa, eli talousarvion laatimisessa.

yksi ääni. Myös johtokunnan jäsenten tulee toimia samalla tavoin riippumattomasti, niin kuin hallintoneuvoston riippumattomuudesta säädetään.

Artiklassa 47 johtokunnan tehtäviksi säädetään ensinnäkin vastaaminen ESMA:n toiminta-ajatuksen toteuttamisesta ja sille osoitettujen tehtävien suorittamisesta. Muut johtokunnan tehtävät liittyvät muun muassa hallinnollisten asioiden johtamiseen, kuten vuosittaisen ja monivuotisen työohjelman antamiseen hallintoneuvoston hyväksyttäväksi, talousarvion käsittelyyn ja henkilöstöpolitiikkaa koskevan suunnitelman hyväksymiseen. Artiklan 47(7) mukaisesti johtokunta hyväksyy ja julkistaa työjärjestyksensä⁷⁷, jossa säädetään tarkemmin johtokunnan toiminnasta.

Hallintoneuvoston puheenjohtaja ja toimitusjohtaja toimivat kokopäiväisesti ESMA:n palveluksessa ja sen edustajina. Heidän nimittämisestä ja tehtävistä säädetään artikloissa 48–53. Puheenjohtajan tehtäviin kuuluu 48 artiklan mukaisesti vastaaminen hallintoneuvoston tehtävien valmistelusta ja hallintoneuvoston ja johtokunnan kokousten johtaminen. Hallintoneuvosto nimittää puheenjohtajan viiden vuoden toimikaudeksi ja tätä voidaan jatkaa kerran. Euroopan parlamentilla on kuitenkin oikeus vastustaa puheenjohtajan nimeämistä. Puheenjohtajalle tulee myös valita varahenkilö (Vice Chair), jonka hallintoneuvosto valitsee jäsentensä keskuudesta⁷⁸. ESMA:n käytännön päivittäisen toiminnan johtamisesta puolestaan vastaa toimitusjohtaja. 51 artiklan mukaan hallintoneuvosto nimittää toimitusjohtajan ja nimityksen vahvistaa Euroopan parlamentti. Toimitusjohtajan toimikausi on viisi vuotta ja sitä voidaan jatkaa kerran. Toimitusjohtajan 53 artiklan mukaisesti tehtäviin kuuluu muun muassa ESMA:n toiminnan ja henkilökunnan johtaminen sekä johtokunnassa käsiteltävien asioiden valmistelu. Myös puheenjohtajan ja toimitusjohtajan tulee toimia vastaavien riippumattomuussäännösten mukaan, niin kuin hallintoneuvoston osalta säädetään.

ESMA:n yhteydessä toimii lisäksi arvopaperimarkkina-alan osallisryhmä, jonka tarkoituksena on helpottaa sidosryhmien kuulemista arvopaperimarkkinaviranomaisen tehtävien kannalta olennaisilla aloilla. Osallisryhmästä säädetään 37 artiklassa. Osallisryhmää kuullaan sellaisten toimien johdosta, jotka toteutetaan teknisiä sääntely- ja täytäntöönpanostandardeja koskevien 10–15 artiklan mukaisesti sekä siltä osin kuin ne eivät koske yksittäisiä finanssimarkkinoiden toimijoita, ohjeita ja suosituksia koskevan 16 artiklan mukaisesti. Osallisryhmässä on 30 jäsentä, jotka edustavat

⁷⁷ Ks. Decision of the Management Board: Rules of Procedure, 11.1.2011 (ESMA/2011/MB/1).

⁷⁸ Tällä hetkellä varapuheenjohtajan tehtäviä hoitaa Finanssivalvonnan johtaja Anneli Tuominen.

tasaisesti unionin finanssimarkkinoiden toimijoita, työntekijöiden edustajia, kuluttajia, finanssipalvelujen käyttäjiä sekä pienten ja keskisuurten yritysten edustajia. Jäsenistä vähintään viiden on oltava tiedeyhteisön johtavia riippumattomia edustajia ja kymmenen jäsenen on edustettava finanssimarkkinoiden toimijoiden edustajia. Hallintoneuvosto nimittää osallisyhmän jäsenet asianomaisten sidosryhmien ehdotusten perusteella. Osallisyhmä voi antaa ESMA:lle lausuntoja ja neuvoja mistä tahansa asiasta, jotka liittyvät erityisesti 10–16 artikloissa sekä 29, 30 ja 32 artikloissa säädettyihin ESMA:n tehtäviin. Kansallisten valvontaviranomaisten asiantuntijat puolestaan osallistuvat ESMA:n toimintaan ja asioiden käsittelyyn pysyvissä komiteoissa (Standing Committees) ja erilaisissa työryhmissä.

Kolmen Euroopan valvontaviranomaisen yhteisinä eliminä toimivat yhteiskomitea (Joint Committee) ja valituslautakunta (Board of Appeal), joista säädetään valvontaviranomaisia koskevien asetusten IV luvun 54–59 artikloissa. Muutoksenhausta yleisemmin säädetään V luvun 60–61 artikloissa. Artiklan 54 mukaan yhteiskomiteassa EBA, EIOPA ja ESMA tekevät säännöllistä ja tiivistä yhteistyötä ja varmistavat eri sektorien välisen työn johdonmukaisuuden finanssiryhmittymien, kirjanpidon ja tilintarkastuksen, mikrotason vakauden valvonnan, vähittäismarkkinoiden sijoitustuotteiden, rahanpesun vastaisten toimenpiteiden osalta ja tietojenvaihdon osalta. Yhteiskomitea koostuu artiklan 55 mukaan Euroopan valvontaviranomaisten puheenjohtajista. Lisäksi valvontaviranomaisten toimitusjohtajat, komission edustaja ja ESRB kutsutaan mukaan tarkkailijoiksi. Yhteiskomitealle nimitetään puheenjohtaja vuodeksi kerrallaan Euroopan valvontaviranomaisten puheenjohtajista. Yhteiskomitean puheenjohtaja on samalla ESRB:n puheenjohtaja. 57 artiklan mukaan yhteiskomitea voi perustaa yhteyteensä finanssiryhmittymiä käsitteleviä alakomiteoita. Artiklan 55(4) mukaan tarkemmin yhteiskomitean toiminnasta säädetään sen hyväksymässä ja julkaisemassa työjärjestyksessä⁷⁹.

Valituslautakuntaan kuuluu artiklan 58 mukaan kuusi jäsentä ja kuusi varajäsentä. Valituslautakunnan jäsenten tulee olla arvostettuja ja finanssimarkkinoiden asiantuntemusta omaavia henkilöitä. Jäsenet eivät saa olla mukana Euroopan valvontaviranomaisten tai kansallisten toimivaltaitten valvontaviranomaisten toiminnassa eivätkä muiden kansallisten laitosten tai unionin toimielinten palveluksessa. Valituslautakunnalla on oltava riittävästi lainopillista asiantuntemusta, jotta se voi antaa lainopillisia asiantuntijaneuvoja Euroopan valvontaviranomaisten toimivallan käytön

⁷⁹ Ks. Joint Committee: Rules of Procedure, 13.11.2014 (JC DC 2014 001).

lainmukaisuudesta. Euroopan valvontaviranomaisten johtokunnat nimittävät kukin kaksi lautakunnan jäsentä ja kaksi varajäsentä kuultuaan hallintoneuvostoa. Lautakunta valitsee keskuudestaan puheenjohtajan ja jäsenten toimikausi on viisi vuotta, jota voidaan jatkaa kerran. Lautakunnan jäsenten tulee toimia artiklan 59 mukaisesti riippumattomasti ja puolueettomasti päätöksenteossaan siten, etteivät heitä sido mitkään ohjeet. He eivät myöskään saa hoitaa muita Euroopan valvontaviranomaisiin liittyviä tehtäviä. Artiklan 60 mukaan luonnollinen henkilö tai oikeushenkilö taikka toimivaltainen viranomainen voi hakea muutosta 17, 18 ja 19 artikloissa tarkoitettuihin Euroopan valvontaviranomaisten päätöksiin tai mihin tahansa muuhun valvontaviranomaisten 1 artiklan 2 kohdassa tarkoitettujen unionin säädösten mukaisesti tekemiin päätöksiin. Tarkemmasta valitusprosessista ja valituslautakunnan toiminnasta säädetään sen artiklan 60(6) mukaisesti hyväksymässä ja julkaisemassa työjärjestyksessä⁸⁰. Valituslautakunnan päätöksestä voi valittaa artiklan 61 mukaan nostamalla kanteen Euroopan unionin tuomioistuimessa SEUT 263 artiklan mukaisesti.

3.1.3 Euroopan valvontaviranomaisten tavoitteet, tehtävät ja toimivaltuudet

Euroopan valvontaviranomaisten tavoitteista ja tehtäväkentästä säädetään niitä koskevien asetusten 1 artikloissa. EBA:n, EIOPA:n ja ESMA:n tavoitteet, tehtävät ja toimivaltuudet ovat lähes tulkoon identtisiä keskenään, lukuun ottamatta niiden toimimista eri säädösten soveltamisaloilla, joten jäljempänä tarkastelu kohdistuu esityksen selkeyden vuoksi ESMA:n tarkasteluun. ESMA-asetuksen 1(2) artiklan mukaan ESMA toimii:

- sijoittajien korvausjärjestelmädirektiivin (97/9/EY),
- selvityksen lopullisuutta koskevan direktiivin (98/26/EY),
- pörssilistadirektiivin (2001/34/EY),
- rahoitusvakuusjärjestelydirektiivin (2002/47/EY),
- markkinoiden väärinkäyttö -direktiivin (2003/6/EY),
- esitedirektiivin (2003/71/EY),

⁸⁰ Ks. Board of Appeal of the European Supervisory Authorities: Rules of Procedure, 18.7.2012 (BOA 2012 002).

- rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin (2004/39/EY),
- avoimuusdirektiivin (2004/109/EY),
- sijoitusrahastodirektiivin (2009/65/EY),
- sijoituspalveluyritysten ja luottolaitosten pääoma -direktiivin (2006/49/EY),
- vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista annetun direktiivin (2011/61/EU),
- luottoluokittaja-asetuksen ((EY) N:o 1060/2009)

sekä soveltuvien osin:

- finanssikonglomeraattidirektiivin (2002/87/EY), rahanpesudirektiivin (2005/60/EY) ja etämyyntidirektiivin (2002/65/EY) soveltamisaloilla.

ESMA:n toimintakenttään kuuluu lisäksi kaikki näihin säädöksiin perustuvat direktiivit, asetukset ja päätökset ja mahdolliset muut oikeudellisesti sitovat unionin säädökset, joissa arvopaperimarkkinaviranomaiselle annetaan tehtäviä⁸¹. ESMA toimii kuitenkin myös artiklan 1(3) mukaan 2 kohdassa tarkoitetun lainsäädännön soveltamisalaan kuuluvien markkinatoimijoiden toiminnan alalla, asioissa, joita 2 kohdassa tarkoitetut säädökset eivät suoraan koske, mukaan luettuina yritysten hyvää hallintotapaa, tilintarkastusta ja tilinpäätösraportointia koskevat kysymykset. Edellytyksenä tälle on se, että ESMA:n tällaiset toimet ovat tarpeen mainittujen säädösten tehokkaan ja johdonmukaisen soveltamisen varmistamiseksi. ESMA myös toteuttaa tarpeelliset toimet julkisten osto- ja myyntitarjousten, selvityksen ja johdannaisia koskevien kysymysten osalta.

ESMA:n tavoitteena on ESMA-asetuksen 1(5) artiklan mukaan suojella yleistä etua edistämällä finanssijärjestelmän lyhyen, keskipitkän ja pitkän aikavälin vakautta sekä tehokkuutta unionin talouden ja sen kansalaisten ja yritysten kannalta. ESMA:n tehtäviksi on omalta osaltaan säädetty ensinnäkin parantaa sisämarkkinoiden toimintaa, mihin sisältyy erityisesti asianmukainen, tehokas

⁸¹ Lisäksi ESMA toimii myös monien muiden ESMA-asetuksen hyväksymisen jälkeen annettujen säädösten soveltamisaloilla, kuten esimerkiksi energian tukkumarkkinoiden eheydestä ja tarkasteltavuudesta annetun asetuksen (REMIT) (EU) N:o 1227/2011, lyhyeksimyynti -asetuksen (SSR) (EU) N:o 236/2012 ja markkinarakennetoimija-asetuksen (EMIR) (EU) N:o 648/2012 soveltamisaloilla. 1(2) artiklan mukaisten merkittävempien säädösten uudistettuihin versioihin luetaan taas esimerkiksi uusin versio rahoitusvälineiden markkinat -direktiivistä (MiFID II) 2014/65/EU, rahoitusvälineiden markkinat -asetus (MiFIR) (EU) N:o 600/2014, uusin sijoitusrahastodirektiivi (UCITS V) 2014/91/EU, uusin markkinoiden väärinkäyttö -direktiivi (MAD II) 2014/57/EU ja markkinoiden väärinkäyttö -asetus (MAR) (EU) N:o 596/2014.

ja yhdenmukainen sääntely ja valvonta. ESMA:n tulee myös pyrkiä turvaamaan finanssimarkkinoiden eheys, avoimuus, tehokkuus ja moitteeton toiminta sekä tehostaa valvonnan kansainvälistä yhteensovittamista. ESMA:n tulee estää toimijalle suotuisimman sääntelyn hyväksikäyttö ja edistää tasapuolisia kilpailuolosuhteita sekä varmistaa, että investointiriskien ja muiden riskien ottoa säännellään ja valvotaan asianmukaisesti. ESMA:n tavoitteisiin kuuluu lopuksi vielä asiakkaiden suojan parantaminen.

Arvopaperimarkkinaviranomaisen tehtävistä ja toimivallasta säädetään ESMA-asetuksen II luvussa. Asetuksessa määritellyt tehtävät voidaan pääosin jakaa kolmeen tehtäväkategoriaan, jotka ovat sääntelytehtävät, valvontamenetelmien yhdenmukaisuuden edistäminen ja tietyt suorat valvontatehtävät⁸². ESMA:n keskeisimmistä tehtävistä säädetään asetuksen 8 artiklassa. Sen ensimmäisen kohdan mukaan ESMA auttaa luomaan yhteisiä, laadukkaita sääntely- ja valvontastandardeja ja -käytäntöjä erityisesti antamalla lausuntoja unionin toimielimille ja laatimalla ohjeita, suosituksia sekä teknisten sääntely- ja täytäntöönpanostandardien luonnoksia. ESMA:n tulee myös myötävaikuttaa oikeudellisesti sitovien unionin säädösten yhdenmukaiseen soveltamiseen erityisesti edistämällä yhteistä valvontakulttuuria, edistää ja helpottaa tehtävien ja vastuun siirtoa toimivaltaisten viranomaisten välillä sekä tehdä tiivistä yhteistyötä ESRB:n kanssa sekä järjestää ja suorittaa toimivaltaisten viranomaisten vertaisarviointia.

ESMA lisäksi seuraa ja arvioi markkinakehitystä omalla vastuualueellaan, laatii taloudellisia markkina-analyyskejä, parantaa sijoittajien suojaa, edistää valvontakollegioiden johdonmukaista ja yhdenmukaista toimintaa, järjestelmäriskin valvontaa, arviointia ja mittaamista, elvytys- ja kriisinratkaisusuunnitelmien kehittämistä ja yhteensovittamista. ESMA:n tehtäviin kuuluu myös suorittaa muita tässä asetuksessa tai muissa lainsäätämisyjärjestyksessä hyväksytyissä säädöksissä säädettyjä tehtäviä sekä julkaista ja päivittää säännöllisesti verkkosivustollaan toimialaansa liittyviä tietoja, erityisesti rekisteröidyistä finanssimarkkinoiden toimijoista omalla vastuualueellaan.

8 artiklan 2 kohdassa puolestaan korostetaan ESMA:n toimivaltuuksia, joihin kuuluvat teknisten sääntely- ja täytäntöönpanostandardien luonnosten laatiminen sekä ohjeiden ja suositusten antaminen. ESMA tekee myös toimivaltaisille viranomaisille ja finanssimarkkinoiden toimijoille osoitettuja yksittäisiä päätöksiä sekä antaa lausuntoja Euroopan parlamentille, neuvostolle tai komissiolle. ESMA lisäksi vastaa tarvittavien tietojen keräämisestä finanssimarkkinoiden toimijoista, yhteisten

⁸² Parkkonen – Knuts 2014, s. 36.

menetelmien kehittämisestä tuotteen ominaispiirteiden ja jakeluprosessien vaikutusten arvioimiseksi finanssimarkkinoiden toimijoiden taloudellisen tilanteen ja kuluttajansuoja osalta sekä keskitetyn tietokannan luomisesta rekisteröidyistä finanssimarkkinoiden toimijoista toimivaltaansa kuuluvalla alalla.

9 artiklassa puolestaan säädetään ESMA:n kuluttajansuojaan ja finanssialan toimintaan liittyvistä tehtävistä. Sen 1 kohdan mukaan arvopaperimarkkinaviranomaisella on johtava tehtävä avoimuuden, selkeyden ja oikeudenmukaisuuden edistämiseksi kuluttajien finanssituotteiden tai -palvelujen markkinoilla koko sisämarkkina-alueella. Näitä tehtäviä hoitaessaan se kerää ja analysoi tietoja kulutuksen muutoksista ja raportoi niistä, tarkastelee ja sovittaa yhteen talouden toiminnan ymmärtämiseen tähtäviä ja talousalan valistusta koskevia toimivaltaisten viranomaisten aloitteita, kehittää alan koulutustavoitteita ja edistää yhteisten julkistamissääntöjen kehittämistä. 2 kohdan mukaan ESMA valvoo uusia ja nykyisiä finanssialan toimia ja se voi antaa näiden osalta ohjeita ja suosituksia markkinoiden turvallisuuden ja vakauden sekä sääntelykäytäntöjen lähentymisen edistämiseksi.

3 kohdan mukaan ESMA voi myös antaa varoituksia, jos jokin finanssialan toiminta muodostaa vakavan uhan 1 artiklan 5 kohdassa säädetyille tavoitteille. 4 kohdan mukaan ESMA perustaa siihen kiinteästi kuuluvan finanssi-innovaatiokomitean, jossa saatetaan yhteen kaikki asiaankuuluvat toimivaltaiset kansalliset valvontaviranomaiset, jotta voidaan toimia yhteensovitusti uuden tai innovatiivisen finanssialan toiminnan sääntelyssä ja valvonnassa sekä antaa arvopaperimarkkinaviranomaiselle neuvoja, joita se voi esittää Euroopan parlamentille, neuvostolle ja komissiolle⁸³. ESMA voi myös 5 kohdan mukaan asettaa väliaikaisen kiellon tai rajoituksen tietyille finanssialan toimille, jotka vaarantavat finanssimarkkinoiden moitteettoman toiminnan ja eheyden tai koko finanssijärjestelmän taikka sen osan vakauden unionissa.⁸⁴

⁸³ Viime aikoina huomiota ovat herättäneet esimerkiksi kryptovaluutat, ns. ICO:t (Initial Coin Offerings) ja näiden sääntely. Ks. tästä esim. ESMA Advice: Initial Coin Offerings and Crypto-Assets, 9.1.2019 (ESMA50-157-1391).

⁸⁴ Muut ESMA:n asetuksen II lukuun sisältyvät tehtävät, kuten sääntelyyn, ohjaukseen ja valvonnan yhdenmukaistamiseen liittyvät tehtävät tulevat erikseen käsittelyyn tutkielman seuraavassa pääluvussa.

3.2 Finanssialan sääntelyn harmonisointi EU:ssa ja Lamfalussy-prosessi

Finanssimarkkinoiden sääntelyssä Euroopassa ollaan koettu huomattavia muutoksia erityisesti 2000-luvun aikana. Sääntelyn määrää ollaan ensinnäkin lisätty valtavasti ja nykyään EU-sääntely ulottuukin oikeastaan kaikille finanssimarkkinoiden osa-alueille. Huomattavaa on myös ollut sääntelyn entistä tarkempi yksityiskohtaisuus ja monitasoisuus.⁸⁵ Eräs merkittävimmistä muutoksista on kuitenkin koskenut sääntelyn harmonisoinnin tasoa. Aiemmin finanssimarkkinoita sääntelevät direktiivit perustuivat ns. vähimmäisharmonisointiin, joka vaikeutti yhtenäisten EU:n laajuisten finanssimarkkinoiden syntymistä, sillä vähimmäisharmonisointi aiheutti markkinoiden yhtenäisyyttä haittaavia eroja eri jäsenvaltioiden lainsäädäntöihin⁸⁶. 2000-luvulla sääntelyn harmonisointi on kuitenkin vähitellen siirtynyt kohti ns. maksimiharmonisointia niin arvopaperimarkkinoiden kuin pankki- ja vakuutussektorienkin sääntelyssä. Maksimiharmonisoinnissa unioni sääntelee jostain tietystä kokonaisuudesta niin kattavasti, ettei jäsenvaltioille jää mahdollisuutta ja liikkumatilaa säännellä tästä itse direktiiviä täydentävästi. Maksimiharmonisointia perustellaan esimerkiksi yhtenäisyydellä ja oikeusvarmuudella, sillä sen avulla pyritään luomaan markkinoille tasapuoliset olosuhteet ja pelisäännöt.⁸⁷ Sääntelyä myös nykyään annetaan entistä enemmän jäsenvaltioissa suoraan sovellettavina asetuksina⁸⁸.

Finanssimarkkinoiden sääntely perustuu neliportaiseen Lamfalussy-prosessiin. Lainsäädäntöprosessi sai alkunsa ns. viisaiden miesten komiteassa, jonka Ecofin-neuvosto asetti selvittämään finanssimarkkinoiden sääntelyn kehityssuuntia EU:ssa rahoituspalvelujen toimintasuunnitelman⁸⁹ ja Lissabonin strategian⁹⁰ mukaisesti. Komitea julkaisi loppuraporttinsa 2001 helmikuussa, jossa ehdotettiin uuteen neliportaiseen lähestymistapaan siirtymistä nopeasti kehittyvien rahoitusmarkkinoiden sääntelyprosessin tehostamiseksi⁹¹. Prosessi sai nimensä komiteaa johtaneen paroni Alexandre Lamfalussin mukaan ja komiteaan kuului hänen lisäksi 6 muuta asiantuntijajäsentä.

⁸⁵ Kontkanen 2015, s. 91–93.

⁸⁶ Kontkanen – Keinänen 2015, s. 8.

⁸⁷ Tridimas 2011, s. 791–792. Maksimiharmonisoinnilla pyritään myös estämään jäsenvaltioiden direktiivien implementoinnissa tekemää ns. ”gold-plating” -termillä kuvattua menettelyä, jolla tarkoitetaan vähimmäisharmonisoidun direktiivin sääntelyvaatimusten ylittävien normien säätämistä kansallisella tasolla.

⁸⁸ Turtiainen 2018, s. 36.

⁸⁹ Komission tiedonanto Euroopan parlamentille ja neuvostolle Rahoitusmarkkinoiden puitteiden toteuttaminen: toimintasuunnitelma KOM (1999) 232 lopullinen.

⁹⁰ Eurooppa-neuvoston lehdistötiedote 24.3.2000.

⁹¹ Ks. Final Report of The Committee of Wise Men on The Regulation of European Securities Markets 15.2.2001.

Sääntelykehikko kehitettiin alun perin arvopaperimarkkinoiden sääntelyä varten, mutta myöhemmin se laajennettiin myös niin pankki- kuin vakuutussektorienkin sääntelyn aloille. Myöhemmin prosessia on muokattu myös Lissabonin sopimuksen⁹² ja Euroopan finanssivalvontajärjestelmän perustamisen myötä.⁹³

Lamfalussy-prosessin ensimmäisellä tasolla on puitelainsäädäntönä annettava direktiivi tai asetus, jossa määritellään säädöksellä tavoiteltavat strategiset päämäärät ja yleiset periaatteet. Puitetason lainsäätämisyjärjestyksessä hyväksytyssä säädöksessä voidaan valtuuttaa komissio antamaan sääntelyä ja täytäntöönpanotoimenpiteitä prosessin toisella tasolla, mutta tällä tasolla annetun sääntelyn ei kuitenkaan tulisi koskea 1-tason sääntelyn keskeisiä osia. Komission toisella tasolla antamat säädökset ovat joko SEUT 290 artiklan mukaiseen säädösvallan siirtoon perustuvia delegoituja säädöksiä tai SEUT 291 artiklan mukaisia täytäntöönpanosäädöksiä, joiden edellytyksistä säädetään 1-tason säädöksessä. Ennen säädösten antamista on komission pyydettävä asiassa neuvoa asianomaiselta Euroopan valvontaviranomaiselta. Komissio antaa toisen tason säädökset asetusten tai direktiivien muodossa. Lamfalussy-prosessin toinen osa 2-tason sääntelystä koostuu Euroopan valvontaviranomaisten valmistelemista luonnoksista teknisiksi sääntelystandardeiksi ja täytäntöönpanostandardeiksi.⁹⁴ Komissio antaa nämä valvontaviranomaisten valmistelemaat standardit joko säädösvallan siirron nojalla tai täytäntöönpanosäädöksinä, mutta lähtökohtaisesti komission ei tulisi enää muuttaa näitä valvontaviranomaisten valmisteleamia standardeja⁹⁵. Tekniset sääntelystandardit ja täytäntöönpanostandardit hyväksytään lopulta komission toimesta joko asetuksina tai päätöksinä⁹⁶.

Prosessin kolmannella tasolla puolestaan on Euroopan valvontaviranomaisten kansallisille toimivaltaisille viranomaisille antamat ohjeet ja suositukset, muut toimenpiteet sekä kansallisten valvojen välinen yhteistyö. Lopulta vielä neljännellä tasolla komissio valvoo, että EU-säädökset saateen asianmukaisesti ja ajallaan osaksi jäsenvaltioiden kansallisia lainsäädäntöjä sekä ryhtyy tämän

⁹² Lissabonin sopimus Euroopan unionista tehdyn sopimuksen ja Euroopan yhteisön perustamissopimuksen muuttamisesta EUVL N:o C 306, 17.12.2007.

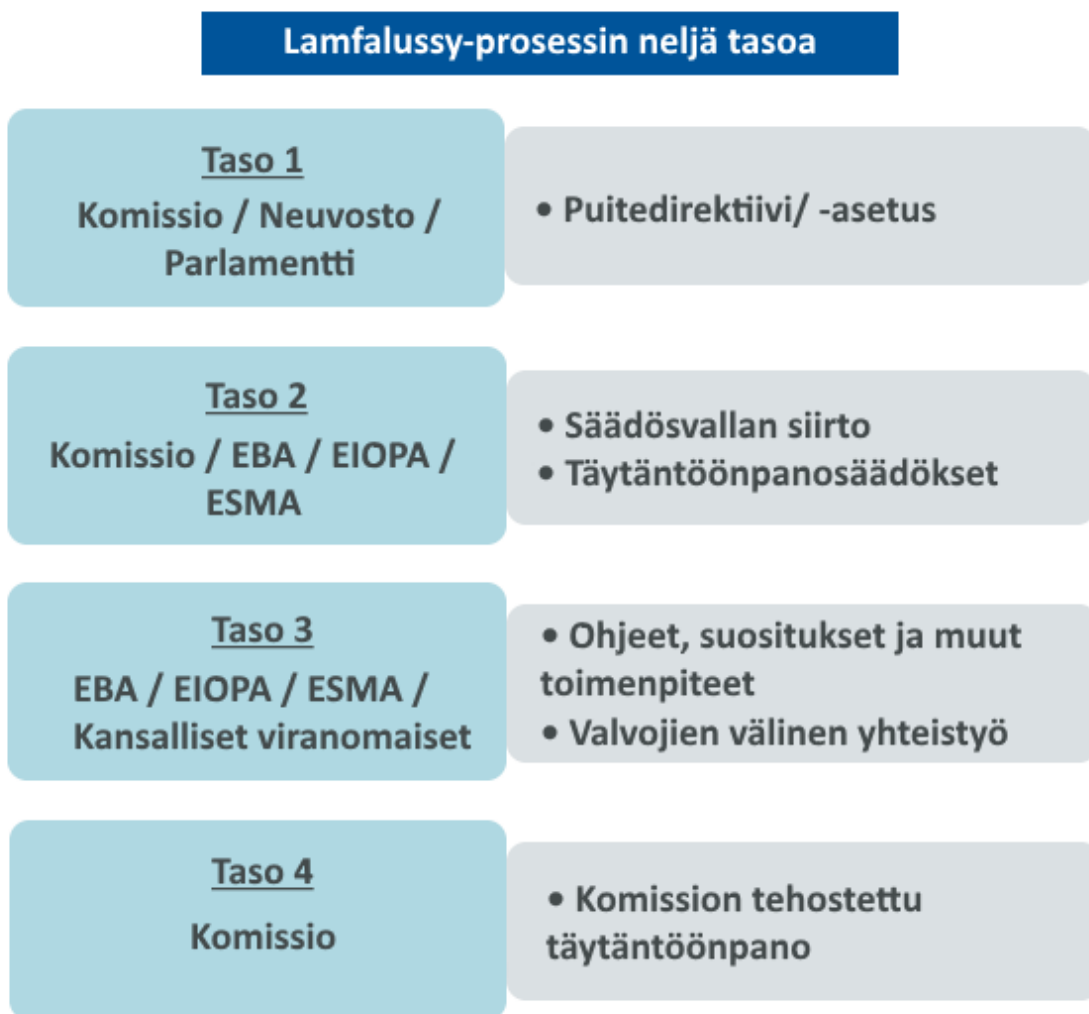
⁹³ Häyrynen – Kajala 2013, s. 24. Ks. alkuperäisestä Lamfalussy-prosessista lisää esim. Manninen 2003 ja Alford 2006.

⁹⁴ Kontkanen – Keinänen 2015, s. 8; Turtiainen 2018, s. 31–34.

⁹⁵ Häyrynen – Kajala 2013, s. 25.

⁹⁶ Säädösvallan siirtoon tai täytäntöönpanotoimenpiteisiin perustuvan sääntelyn merkitys on EU:ssa kasvanut viime vuosina melko merkittäväksi, johtuen muun muassa sen perinteiseen lainsäädäntömenettelyyn verrattuna kevyemmästä ja tehokkaammasta toteutuksesta, yhdenmukaisen täytäntöönpanon tarpeesta sekä enenevässä määrin siirtymisestä sääntelyssä direktiiveistä asetuksiin, ks. Ojanen 2016, s. 36.

osalta tarvittaessa toimenpiteisiin.⁹⁷ Sääntelyprosessin käyttäminen on merkinnyt säädösvallan siirtymistä enenevässä määrin parlamentilta ja neuvostolta komissiolle ja Euroopan valvontaviranomaisille. Tämä on toisaalta taas esimerkiksi edesauttanut entistä tehokkaampaa reagoimista nopeasti muuttuvien markkinoiden toimintaan, sillä sääntelyä pystytään antamaan joustavammin prosessin 1-tason puitesääntelyä alemmilla tasoilla.⁹⁸ Kuviossa 2 esitetään neliportainen Lamfalussy-prosessi nykyisessä muodossaan.



Kuvio 2. Lamfalussy-prosessi (mukaillen Häyrynen – Kajala 2013, s. 26).

⁹⁷ Kontkanen – Keinänen 2015, s. 8.

⁹⁸ Kauppi 2016, s. 4. Useammalla tasolla annettava sääntely voi kuitenkin huonoimmassa tapauksessa johtaa myös yksinkertaisesti ainoastaan sääntelyn määrän lisääntymiseen, joka voi olla haitallista sääntelyn ennakoitavuuden ja selkeyden kannalta.

3.3 Finanssialan sääntely EU:ssa oikeusperiaatteiden näkökulmasta

3.3.1 Subsidiariteettiperiaate

Subsidiariteetti- eli toissijaisuusperiaatteesta säädetään SEU 5(3) artiklassa. Tästä sekä suhteellisuusperiaatteesta säädetään lisäksi vielä tarkemmin Lissabonin sopimukseen liitettyssä ns. toissijaisuus- ja suhteellisuusperiaate -pöytäkirjassa⁹⁹. SEU 5(3) artiklan mukaan toissijaisuusperiaatteen mukaisesti unioni toimii aloilla, jotka eivät kuulu sen yksinomaiseen toimivaltaan, ainoastaan jos ja siltä osin kuin jäsenvaltiot eivät voi keskushallinnon tasolla tai alueellisella taikka paikallisella tasolla riittävällä tavalla saavuttaa suunnitellun toiminnan tavoitteita, vaan ne voidaan suunnitellun toiminnan laajuuden tai vaikutusten vuoksi saavuttaa paremmin unionin tasolla. Lisäksi artiklan mukaan unionin toimielimet soveltavat toissijaisuusperiaatetta toissijaisuus- ja suhteellisuusperiaatteen soveltamisesta tehdyn pöytäkirjan mukaisesti. Subsidiariteettiperiaate ja suhteellisuusperiaate kytkeytyvätkin usein melko läheisesti toisiinsa.

Subsidiariteettiperiaatteen mukaan lähtökohtana siis on se, että päätösvaltaa tulisi käyttää ja päätökset toimeenpanna ensisijaisesti jäsenvaltioiden tasolla, ellei ole olemassa riittävän hyviä perusteita keskittää tätä toimintaa unionin tasolle. Unionin toiminta on siis pääasiallisesti toissijaista jäsenvaltioiden toimintaan verrattuna jaetun toimivallan alueella, ellei kyse ole toiminnasta, joka on nimenomaisesti normeilla keskitetty unionin vastuulle hoidettavaksi. Joillain osa-alueilla unioni kuitenkin toimii pääasiallisena toimijana yksinomaisten toimivaltuuksiensa puitteissa ja jotkut osa-alueet taas on jätetty yksinomaan jäsenvaltioiden vastuulle. Subsidiariteettiperiaatteeseen sisältyy toissijaisuuden lisäksi toisena keskeisenä elementtinä päätöksenteon läheisyyden vaatimus, joka tuodaan esiin sekä SEU:n, että sitä täydentävän toissijaisuus- ja suhteellisuusperiaatteen soveltamisesta annetun pöytäkirjan johdanto-osissa. Näissä säädetään siitä, että subsidiariteettiperiaatteen mukaisesti päätökset tulee tehdä mahdollisimman lähellä unionin kansalaisia.¹⁰⁰

Yleisesti ottaen tällä tarkoitetaan tehtävän tarkoituksenmukaisen ja tehokkaan toteuttamisen ja päätöksenteon kannalta mahdollisimman alhaista viranomaistasoa. Tällä tasolla viranomaiset tuntevat

⁹⁹ Pöytäkirja N:o 2: Toissijaisuus- ja suhteellisuusperiaatteen soveltamisesta EUVL N:o C 83, 30.3.2010.

¹⁰⁰ Mäenpää 2011, s. 294–295.

käsillä olevan toimintaympäristön ja sen erityispiirteet ja näin ollen pystytään ainakin lähtökohtaisesti parhaiten palvelemaan päätöksenteon kohteena olevien tarpeita.

Subsidiariteettiperiaatteen voidaan nähdä läheisesti liittyvät viimeaikaisiin sääntelyuudistuksiin finanssialalla. Finanssikriisin jälkimainingeissa Euroopassa toteutettiin massiivinen uudistus niin finanssialan sääntelyn kuin valvonnankin osalta. Uudistuksessa voimakkaasti painotettu sääntelyn ja valvonnan yhdenmukaistaminen ovat kuitenkin kaventaneet huomattavasti subsidiariteettiperiaatteen tosiasiallista soveltamisalaa finanssimarkkinoiden sääntelyn kohdalla. Tästä periaatteesta voidaan jopa sanoa sääntelyn kohdalla lähes kokonaan luovutun, sillä unioni on säätänyt kaikille finanssialan sektoreille ulottuvia normeja ja näin ollen ottanut säädösvallan lähes kokonaan itselleen. Tätä EU-sääntelyn merkittävää lisääntymistä ollaan perusteltu muun muassa markkinoiden vakauttamisella ja yhdenmukaisen sääntelyn varmistamisella. Tämän kehityskulun voidaan kuitenkin nähdä olevan valvonnan tehokkuuden kannalta perusteltua, sillä toimivan valvonnan tueksi tarvitaan myös kattavat ja yhteiset pelisäännöt koko unionin alueelle.¹⁰¹ Valvonnan osalta pääsääntönä on kuitenkin edelleen subsidiariteettiperiaatteen mukainen tehtävien jako, sillä kansalliset toimivaltaiset viranomaiset ovat edelleen pääosin vastuussa käytännön päivittäisestä valvontatyöstä, joten valvonta on subsidiariteettiperiaatteen mukaisesti järjestetty lähimpänä markkinoita ja valvottavia toimijoita olevalla viranomaistasolla.¹⁰²

3.3.2 Suhteellisuusperiaate

Suhteellisuusperiaate on subsidiariteettiperiaatteen ohella yksi keskeisimmistä EU-oikeuden periaatteista. Siitä säädetään SEU 5(4) artiklassa, jonka mukaan suhteellisuusperiaatteen mukaisesti unionin toiminnan sisältö ja muoto eivät saa ylittää sitä, mikä on tarpeen perussopimusten tavoitteiden saavuttamiseksi. Lisäksi artiklan mukaan unionin toimielimet soveltavat suhteellisuusperi-

¹⁰¹ Kontkanen 2015, s. 99–100.

¹⁰² Ks. tästä poikkeuksena kuitenkin esim. Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 462/2013 luottoluokituksesta annetun asetuksen (EY) N:o 1060/2009 muuttamisesta, jossa säädetään ESMA:n suoran valvonnan alla olevista luottoluokituslaitoksista. Asetuksen johdanto-osan perustelukappaleen 49 kohdan mukaan jäsenvaltiot eivät voi riittäväällä tavalla saavuttaa tämän asetuksen tavoitteita, joten valvonta tulisi järjestää EU-tasolla. Ks. subsidiariteettiperiaatteesta ja ESMA:n suorista valvontavaltuuksista myös esim. Schammo 2012, s. 778–781 ja Howell 2017.

aatetta toissijaisuus- ja suhteellisuusperiaatteen soveltamisesta tehdyn pöytäkirjan mukaisesti. Suhteellisuusperiaate sisältyy oikeusperiaatteena laajasti myös eri jäsenvaltioiden kansallisiin lainsäädäntöihin ja esimerkiksi Suomessa tästä säädetään hallintolain 6 §:ssä.

Suhteellisuusperiaatteen varsin laajan soveltamisalan vuoksi se usein nivoutuu yhteen muiden oikeusperiaatteiden, kuten juuri subsidiariteettiperiaatteen kanssa. Toimen suhteellisuusperiaatteen mukaisuutta voidaan yleisesti ottaen tarkastella kolmen kriteerin avulla, jotka ovat toimen soveltuvuus, tarpeellisuus ja oikeasuhtaisuus. Toimen tulee ensinnäkin olla hallinnon kannalta asianmukainen, tehokas ja sopivassa suhteessa verrattuna tavoiteltuun päämäärään ja tavoitteeseen nähden. Toimen tulee lisäksi olla tarpeellinen ja välttämätön etenkin toimen kohteena olevien etujen ja oikeuksien näkökulmasta. Lopuksi vielä toimen tulisi olla oikeasuhtainen siinä määrin, ettei yksityisen oikeussubjektien oikeuksia rajoiteta enempää, kuin on välttämätöntä kyseessä olevien tavoitteiden saavuttamiseksi.¹⁰³

Suhteellisuusperiaatteen soveltamisala kattaa sekä EU-toimielinten säädösvallan käytön että viranomaisten toiminnan näiden säädösten toteuttamisessa. Lainsäädäntövaltaa käytettäessä harkintavallan tulee perustua objektiivisiin kriteereihin ja eri vaihtoehtoja punnittaessa tulee selvittää, voidaanko tavoiteltavilla päämäärillä oikeuttaa merkittäviä epäedullisia seurauksia toimen kohteena oleville. Lainsäädäntövalta voi olla tietyissä tapauksissa suhteellisuusperiaatteen vastaista, jos kyseinen toimi on ilmeisen soveltumaton tavoiteltavina olevien päämäärien saavuttamiseksi.¹⁰⁴

Lainsäädäntövaltaa käytettäessä on otettava erityisesti huomioon toissijaisuus- ja suhteellisuusperiaatteen soveltamisesta annetun pöytäkirjan vaatimukset. Pöytäkirjasta tulevat erityisesti kyseeseen sen artikkelit 2 ja 5. Artiklan 2 mukaan komission on laajasti kuultava eri tahoja ennen kuin se tekee ehdotuksen lainsäätämisyksityksessä hyväksyttäväksi säädökseksi. Lisäksi artiklan 5 mukaan kaikkiin esityksiin, jotka koskevat lainsäätämisyksityksessä hyväksyttävää säädöstä, olisi liitettävä selvitys, jonka sisältämien yksityiskohtaisten tietojen perusteella toissijaisuus- ja suhteellisuusperiaatteen noudattamista voidaan arvioida. Lisäksi esityksessä lainsäätämisyksityksessä hyväksyttäväksi säädökseksi tulee ottaa huomioon se, että esimerkiksi taloudellisille toimijoille ja kansalaisille aiheutuvan taloudellisen tai hallinnollisen rasituksen olisi pysyttävä mahdollisimman pienenä ja sen olisi oltava suhteutettu saavutettavaan tavoitteeseen.

¹⁰³ Mäenpää 2011, s. 268–269; Raitio 2016, s. 264–265.

¹⁰⁴ Mäenpää 2011, s. 270.

Suhteellisuusperiaatetta tarkasteltaessa finanssimarkkinoiden kohdalla nousee esiin kysymys sääntelyn yleisestä tarpeesta ja soveltuvuudesta, sillä viime vuosina sääntelyä ollaan voimakkaasti keskitetty EU-tasolle niin lainsäädäntöelimille kuin Euroopan valvontaviranomaisille. Etenkin finanssikriisin jälkeen sääntelyssä on ollut keskiössä varsinkin suurten ja kansainvälisten toimijoiden sääntely. Laajoilla ja epäyhtenäisillä finanssimarkkinoilla on kuitenkin huomattavan eri kokoisia ja erilaista toimintaa harjoittavia markkinatoimijoita, joiden erityispiirteet tulisi ottaa huomioon. Suhteellisuusperiaatteen kannalta tarkasteltuna on eri asia ulottaa sääntely koskemaan sekä kansainvälisiä finanssikonglomeraatteja että vain paikallisilla markkinoilla operoivia markkinatoimijoita. Saman sääntelyn ulottaminen kaikkiin toimijoihin on haastava tehtävä, sillä tietty sääntely voi toiselle toimijalle olla sen toimintaan nähden alimitoitettua, kun taas pienemmälle toimijalle kyseinen sääntely voi olla lähes tulkoon tarpeeton hallinnollinen rasite ottaen huomioon sen harjoittaman toiminnan taso.¹⁰⁵ Näiden seikkojen vuoksi sääntelyssä tulisikin tarkkaan huomioida suhteellisuusperiaatteen vaatimuksiin kuuluvat sääntelyn soveltuvuus ja tarpeellisuus etenkin erikoisten ja eritasoista toimintaa harjoittavien valvottavien kohdalla.

Suhteellisuusperiaatteeseen kuuluvaa oikeasuhtaisuuden kriteeriä voidaan puolestaan tarkastella ns. ylisääntelyn kiellon näkökulmasta. Huomio voidaan tässä yhteydessä kiinnittää entistä yksityiskohtaisempaan ja monitasoisempaan sääntelyyn, jota annetaan EU-tasolla direktiivien ja asetusten lisäksi Euroopan valvontaviranomaisten enenevässä määrin laatimissa teknisissä sääntely- ja täytäntöönpanostandardeissa, ohjeissa ja suosituksissa sekä muissa kannanotoissa. Tämän lisäksi kansallisella tasolla sääntelyä voi olla esimerkiksi lain, valtiovarainministeriön asetuksen ja Finanssi- valvonnan määräyksen tai ohjeen muodossa. Mahdollisen ylisääntelyn arviointi on kuitenkin haastavaa ja tapauskohtaista, mutta joissain tapauksissa sääntelyn voimakas yksityiskohtaisuus ja monitasoisuus voivat tehdä sääntelyn hahmottamisesta ja noudattamisesta huomattavan hankalaa. Oikeasuhtaisuutta voidaan kuitenkin turvata huolellisilla sääntelyn vaikutusten arvioinneilla sekä avoimuudella, jolloin eri sidosryhmillä on mahdollisuus osallistua sääntelyn valmisteluun ja tuoda esiin omat näkökulmansa sääntelyn tarpeesta.¹⁰⁶

¹⁰⁵ Kontkanen 2015, s. 97–98.

¹⁰⁶ Kontkanen 2015, s. 99. Ylisääntelyyn voi lisäksi liittyä riski jopa suorista normiristiriidoista silloin, kun asiasta on säädetty useassa normissa niin EU-tasolla kuin kansallisestikin, ks. Wuolijoki 2016, s. 5. Myös talousvaliokunta on nähnyt jo muutama vuosi sitten vaaran ylisääntelystä rahoitusmarkkinoilla olevan nähtävissä, ks. TaVL 31/2013, s. 3.

Suhteellisuusperiaate on joiltain osin tuotu esiin suoraan EU:n finanssimarkkinoiden sääntelyssä sekä Euroopan valvontaviranomaisia koskevilla asetuksilla. Esimerkiksi vuonna 2013 muutettuun EBA-asetuksen¹⁰⁷ 8 artiklaan lisättiin vaatimus, että EBA:n tulee tehtävissään ottaa huomioon luottolaitosten turvallisuuden ja luotettavuuden varmistamista koskevan ensiarvoisen tärkeän tavoitteen ottaa täysimääräisesti huomioon luottolaitosten eri tyypit, liiketoimintamallit ja koon. Euroopan valvontaviranomaisten suhteellisuusperiaatteen noudattaminen niiden sääntelyvaltuuksien kohdalla on tuotu esiin myös muita Euroopan valvontaviranomaisia sääntelevissä asetuksissa. Tästä esimerkkinä toimii ESMA-asetuksen johdanto-osan perustelukappaleen 23 kohta, jonka mukaan komission tulisi muuttaa Euroopan valvontaviranomaisten laatimia luonnoksia teknisiksi sääntelystandardeiksi esimerkiksi siinä tapauksessa, jos ne eivät ole unionin oikeuden mukaisia tai niissä ei noudateta suhteellisuusperiaatetta. Esimerkiksi suhteellisuusperiaatteen noudattamatta jättäminen muodostaisi siis rajoitettuna ja poikkeuksellisenä tilanteena poikkeuksen pääsääntöön, jonka mukaan Euroopan valvontaviranomaisten valmistelemissä ja laatimissa standardeissa ei komission tulisi enää muuttaa.

Subsidiariteetti- ja suhteellisuusperiaatteen kunnioittaminen Euroopan valvontaviranomaisten toiminnassa tuodaan entistä voimakkaammin esiin myös ehdotuksessa Euroopan finanssivalvontajärjestelmän toiminnan tarkastamista koskevassa ehdotuksessa, jonka komissio antoi syyskuussa 2017¹⁰⁸. Kyseiset oikeusperiaatteet tulisi ehdotuksen mukaan ottaa huomioon erityisesti sen vuoksi, sillä uudistuksessa ESMA:lle luotaisiin uusia suoria valvontavaltuuksia¹⁰⁹. Subsidiariteetti- ja suhteellisuusperiaate määrittelevätkin ne rajat, joiden puitteissa unionin lainsäätäjät voivat valtuuttaa Euroopan valvontaviranomaiset erilaisten sääntely- ja valvontatoimivaltuuksien käyttä-

¹⁰⁷ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 1022/2013, Euroopan valvontaviranomaisen (Euroopan pankkiviranomainen) perustamisesta annetun asetuksen (EU) N:o 1093/2010 muuttamisesta Euroopan keskuspankille neuvoston asetuksen (EU) N:o 1024/2013 nojalla annettujen erityistehtävien osalta.

¹⁰⁸ Ks. Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi Euroopan valvontaviranomaisen (Euroopan pankkiviranomainen) perustamisesta annetun asetuksen (EU) N:o 1093/2010, Euroopan valvontaviranomaisen (Euroopan vaakuutus- ja lisäeläkeviranomainen) perustamisesta annetun asetuksen (EU) N:o 1094/2010, Euroopan valvontaviranomaisen (Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen) perustamisesta annetun asetuksen (EU) N:o 1095/2010, eurooppalaisista riskipääomarahastoista annetun asetuksen (EU) N:o 345/2013, eurooppalaisista yhteiskunnalliseen yrittäjyyteen erikoistuneista rahastoista annetun asetuksen (EU) N:o 346/2013, rahoitusvälineiden markkinoista annetun asetuksen (EU) N:o 600/2014, eurooppalaisista pitkäaikaissijoitusrahastoista annetun asetuksen (EU) 2015/760, rahoitusvälineissä ja rahoitussopimuksissa vertailuarvoina tai sijoitusrahastojen arvonkehityksen mittaamisessa käytettävistä indekseistä annetun asetuksen (EU) 2016/1011 ja arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla ottamisen yhteydessä julkaistavasta esitteestä annetun asetuksen (EU) 2017/1129 muuttamisesta KOM (2017) 536 lopullinen.

¹⁰⁹ Ks. ehdotus KOM (2017) 536 lopullinen, s. 6–9.

miseen. Nämä EU-oikeuden ytimeen kuuluvat oikeusperiaatteet voivat mahdollisesti toimia rajoituksena entistä voimakkaammin kasvaville Euroopan valvontaviranomaisten toimivaltuuksille, joita ehdotuksessa esitetään erityisesti juuri Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaiselle.¹¹⁰

¹¹⁰ Moloney 2018, s. 81–82.

4 EUROOPAN ARVOPAPERIMARKKINAVIRANOMAISEN SÄÄNTELY- VALTUUDET, VALVONNAN LÄHENTÄMISKEINOT JA TOIMIVALTA ERITYISTILANTEISSA

4.1 ESMA:n norminantomuodot

4.1.1 Säätelyvaltuuksien perusta

Nykyisessä finanssimarkkinoiden sääntelyssä erityisesti Lamfalussy-prosessin 2-tasolla annetun sääntelyn merkitys on muodostunut huomattavaksi, sillä sen määrä on kasvanut valtavasti varsinkin Euroopan valvontaviranomaisten perustamisen ja niiden enenevässä määrin valmisteleman sääntelyn myötä¹¹¹. Kokonaisuudessaan 2-tasolla komission delegeoituina säädöksinä, täytäntöönpanosäädöksinä sekä Euroopan valvontaviranomaisten valmistelemina teknisinä sääntely- ja täytäntöönpanostandardeina on tähän mennessä annettu reilu 400 kappaletta lainsäädäntötoimia. Valmisteltavana on lisäksi tällä hetkellä vielä lähes 200 kappaletta 2-tason lainsäädäntötoimia, jotka on pääosin tarkoitus hyväksyä ja antaa seuraavan kahden vuoden aikana.¹¹²

ESMA:n sääntelyvaltuuksiin kuuluu ensinnäkin teknisten sääntely- ja täytäntöönpanostandardien luonnosten laatiminen. Teknisten standardien luonnoksia se on perustamisvuodestaan 2011 lähtien laatinut jo lähes 200, joista kuitenkin osa vielä odottaa lopullista hyväksyntää¹¹³. Lisäksi se voi antaa Lamfalussy-prosessin 3-tason sääntelynä ensisijaisesti kansallisille toimivaltaisille viranomaisille osoitettuja ohjeita tai suosituksia. Ohjeita ja suosituksia ESMA on tähän mennessä antanut reilu 50 kappaletta, joista myös osa on teknisten standardien tapaan vielä lopullisesti hyväksymättä¹¹⁴. ESMA:n sääntelyvaltuuksia on kuitenkin ajoittain kutsuttu ns. näennäissääntelyvaltuuksiksi, sillä ESMA voi ainoastaan laatia luonnoksia teknisiksi standardeiksi ja komission täytyy lopulta hyväksyä nämä, jotta ne saavat sitovan oikeudellisen vaikutuksen. Ohjeiden ja suositusten on puolestaan nähty enemmän olevan pehmeämpää ns. soft-law -sääntelyä.¹¹⁵

¹¹¹ Leino 2017, s. 211.

¹¹² Ks. tarkemmin: European Commission - Directorate-General for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union Overview/Planning Level 2 legislative measures in the area of financial services, 30.10.2018.

¹¹³ Ks. tarkemmin ESMA technical standards overview 22.3.2019.

¹¹⁴ Ks. tarkemmin ESMA guidelines overview 23.1.2019.

¹¹⁵ Busuioac 2013, s. 113. Vrt. tästä kuitenkin esim. ESMA-asetuksen johdanto-osan perustelukappaleen 23 kohta, jonka mukaan komission tulisi muuttaa teknisten sääntelystandardien luonnoksia ainoastaan rajoitetuissa ja poikkeuksellisissa tilanteissa. Lähtökohtana olisi siis standardin luonnoksen hyväksyminen sellaisenaan, joka korostaa ESMA:n keskeistä ja itsenäistä roolia sääntelyn valmistelussa. Ohjeilla ja suosituksilla voidaan taas todellisuudessa usein nähdä

ESMA:n sekä muiden Euroopan valvontaviranomaisten suorien sääntelyvaltuuksien rajoitusten voidaan nähdä juontavan juurensa Euroopan yhteisöjen tuomioistuimen Meroni ja Romano -tapauksista. Näiden tapausten myötä syntynyt toimivaltuuksien delegointiin liittyvä doktriini on ollut myös yleisemmin esteenä EU:n laajemmalle virastoitumiskehitykselle ja EU:n virastojen toimivaltuuksien kasvamiselle.

Euroopan yhteisöjen tuomioistuimen Meroni-tapauksessa¹¹⁶ oli kyse toimivaltuuksien delegoinnista perussopimuksen ulkopuoliselle elimelle. Tapauksessa yhteisöjen tuomioistuin asetti kiellon toimivaltuuksien delegoinnille, jos delegoidut valtuudet ylittävät valtuudet, jota delegoivalla elimellä itsellään on käytettävissään. Delegointi on myös kiellettyä, jos se sisältää mahdollisuuden laajan harkintavallan käyttöön. Toimivaltuuksien delegointi puolestaan olisi sallittua, jos se koskisi tarkasti määriteltyjen toimivaltuuksien käyttämistä. Meroni-tapauksen ratkaisu loi periaatteen perustamissopimuksen mukaisten institutionaalisten toimivaltuuksien tasapainon säilyttämisestä.

Romano-tapauksen¹¹⁷ voidaan puolestaan nähdä toimivan eräänlaisena jatkeena Meroni-tapauksen luomalle doktriinille toimivaltuuksien delegoinnista, vaikka se ei olekaan niin tunnettu kuin Meroni-tapaus¹¹⁸. Romano-tapauksessa yhteisöjen tuomioistuimen ratkaisu vielä edelleen laajensi Meroni-tapauksessa luotuja toimivaltuuksien delegoinnin kieltoja koskevia kriteerejä¹¹⁹. Romano-tapauksen ratkaisun mukaan neuvosto ei voinut delegoida sekundäärinormilla perustetulle virastolle toimivaltuuksia, jotka antoivat tälle mahdollisuuden lainvoimaisten säädösten hyväksymiseen.

Meroni ja Romano -tapausten luoman doktriinin voidaan nähdä olevan taustalla esimerkiksi juuri Euroopan valvontaviranomaisten ja ESMA:n suorien sääntelyvaltuuksien rajoittamiselle. Romano-doktriinin vaikutus näkyy ESMA:n suorien sääntelyvaltuuksien puuttumisen kohdalla esimerkiksi siinä, että se voi ainoastaan laatia luonnoksia teknisiksi sääntely- ja täytäntöönpanostandardeiksi ja komission tulee lopulta hyväksyä sen valmistelemat luonnokset. Lopullinen oikeudellinen sitovuus standardeille tulee siis komission hyväksynnän kautta ja komissio edelleen säilyy lopullisena

olevan myöhempanä käsiteltävä vahvempi tosiasiallinen oikeudellinen velvoittavuus, kuin niiden pehmeä luonne antaisi muuten ymmärtää.

¹¹⁶ Asia 9/56, Meroni & Co, Industries Metallurgiche, SpA v. Euroopan hiili- ja teräsyhteisön korkea viranomainen, tuomio 13.6.1958.

¹¹⁷ Asia 98/80, Giuseppe Romano v. Institut national d'assurance maladie-invalidité, tuomio 14.12.1981.

¹¹⁸ Marjosola 2014a, s. 502.

¹¹⁹ Scholten – van Rijsbergen 2014, s. 1238.

päätöksentekijänä. Meroni -doktriinin mukainen laajan harkintavallan rajoitus puolestaan näkyy siinä, että ESMA:n laatimien teknisten sääntely- ja täytäntöönpanostandardien luonnosten tulee nimenomaisesti olla teknisiä, eivätkä ne saa sisältää strategisia päätöksiä tai toimintavalintoja.

Vaikka tapausten luoma toimivaltuuksien delegointia koskeva doktriini on johtanut ESMA:lle säädettyjen sääntelyvaltuuksien rajoituksiin, voidaan näiden niin sanottujen näennäissääntelyvaltuuksien silti nähdä olevan huomattavan laajoja ja poikkeuksellisia myös EU:n yleisemmän virastoitumiskehityksen kontekstissa. ESMA:lle suotujen sääntelyvaltuuksien voidaankin sanoa venyttävän Meroni ja Romano -tapausten luomaa doktriinia toimivaltuuksien delegoinnista aivan äärimmillään.¹²⁰

4.1.2 Tekniset sääntely- ja täytäntöönpanostandardit

Sääntelyvaltuuksista teknisten sääntelystandardien osalta säädetään ESMA-asetuksen 10 artiklassa. 10(1) artiklan mukaan, jos parlamentti ja neuvosto siirtävät komissiolle vallan hyväksyä teknisiä sääntelystandardeja SEUT 290 artiklan mukaisilla delegoiduilla säädöksillä, arvopaperimarkkinaviranomainen voi laatia luonnoksia teknisiksi sääntelystandardeiksi¹²¹. ESMA antaa standardiluonnoksensa komission hyväksyttäväksi. Näiden standardien tulee nimensä mukaisesti olla teknisiä eli niihin ei saa sisältyä strategisia päätöksiä tai toimintavalintoja, ja niiden sisältö on rajoitettu niiden perustana olevissa Lamfalussy-prosessin 1-tasolla olevissa lainsäätämisyjärjestyksessä säädettyissä säädöksissä¹²². Näissä 1-tason säädöksissä määritellään nimenomaisesti tavoitteet, sisältö, soveltamisala ja kesto säädösvallan siirrolle, joten mahdollisuudesta teknisten sääntelystandardien

¹²⁰ Busuioac 2013, s. 114–115.

¹²¹ Siirretyn säädösvallan käyttämisestä säädetään asetuksen 11(1) artiklassa, jonka mukaan komissiolle siirretään neljän vuoden ajaksi valta hyväksyä 10 artiklan mukaisia sääntelystandardeja. Komission tulee esittää siirrettyä säädösvaltaa koskeva kertomus viimeistään kuusi kuukautta ennen neljän vuoden kauden päättymistä. Säädösvallan siirtoa jatketaan kuitenkin ilman eri toimenpiteitä samantapuisiksi kausiksi, jollei parlamentti tai neuvosto peruuta siirtoa. Komissio julkaisi Euroopan finanssivalvontajärjestelmän perustamisen jälkeen ensimmäisen kertomuksensa 8.8.2014, ks. Liite asiakirjaan: Komission kertomus Euroopan parlamentille ja neuvostolle Euroopan valvontaviranomaisten ja Euroopan finanssivalvojen järjestelmän (EFVJ) toiminnasta KOM (2014) 509 lopullinen. Säädösvallan siirron nojalla annetun säädöksen nimikkeessä tulee SEUT 290(3) artiklan mukaan käyttää ilmaisua ”delegoitu”, ks. esim. Komission delegoitu asetus (EU) 2016/957 Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) N:o 596/2014 täydentämisestä väärinkäytösten taikka epäilyttävien toimeksiantojen tai liiketoimien estämiseen ja havaitsemiseen sekä niistä ilmoittamiseen käytettäviä asianmukaisia järjestelyjä, järjestelmiä ja menettelyjä sekä ilmoitusmallia koskevilla teknisillä sääntelystandardeilla.

¹²² Rajan vetäminen siihen, mikä on teknistä ja mikä strategista päätöksentekoa tai toimintavalintojen tekemistä, on kuitenkin huomattavan vaikeaa erityisesti monimutkaisen finanssimarkkinoiden sääntelyn kohdalla, ks. Tridimas 2011, s. 802.

luonnosten laatimiseen tulee aina säätää erikseen puitelainsäädännössä¹²³. Ennen kuin ESMA toimittaa teknisten sääntelystandardien luonnokset komissiolle, sen tulee järjestää avoimia julkisia kuulemisia ja analysoida niistä mahdollisesti aiheutuvia kustannuksia ja hyötyjä, jollei tällaiset kuulemiset ole suhteettomia standardien luonnosten laajuuteen tai vaikutukseen nähden tai verrattuna asian kiireellisyyteen. ESMA:n tulee myös lisäksi pyytää lausunto 37 artiklan mukaiselta arvopaperimarkkina-alan osallisryhmältä.

Kun ESMA toimittaa teknisen sääntelystandardin luonnoksen komissiolle, komissio lähettää sen välittömästi parlamentille ja neuvostolle. Komission tulee päättää kolmen kuukauden kuluessa teknisen sääntelystandardin vastaanottamisesta, hyväksyykö se sen. Komissio voi hyväksyä teknisten sääntelystandardien luonnokset vain osittain tai muutettuina, jos unionin etu vaatii sitä¹²⁴. Jos komissio ei aio hyväksyä teknisen sääntelystandardin luonnosta tai aikoo hyväksyä sen osittain tai muutettuna, komissio lähettää luonnoksen takaisin ESMA:lle ja selittää, miksei se hyväksy sitä tai, jos on kyse muutoksista, selvittää muutostensa syyt. ESMA voi kuuden viikon kuluessa muuttaa luonnosta komission ehdottamien muutosten perusteella ja toimittaa sen uudelleen komissiolle virallisen lausunnon muodossa. Virallisesta lausunnosta lähetetään jäljennös myös parlamentille ja neuvostolle.

Jos ESMA ei ole kuuden viikon jakson päätyttyä toimittanut muutettua teknisen sääntelystandardin luonnosta tai jos se on toimittanut luonnoksen, jonka muutokset eivät ole komission ehdotuksen mukaisia, komissio voi hyväksyä teknisen sääntelystandardin tarpeellisiksi katsomine muutoksinen tai hylätä sen. Komissio ei kuitenkaan saa muuttaa ESMA:n valmisteleman teknisen sääntelystandardin luonnoksen sisältöä sovittamatta toimintaansa ennalta yhteen ESMA:n kanssa tässä artiklassa säädetyllä tavalla.¹²⁵ Tekniset sääntelystandardit hyväksytään artiklan 4 kohdan mukaan

¹²³ Kontkanen – Keinänen 2015, s. 9.

¹²⁴ Komission eräänä tärkeimpänä tehtävänä on juuri ajaa unionin yleistä etua, josta säädetään SEU 17(1) artiklassa.

¹²⁵ 10(2) artiklan mukaan, jos ESMA ei ole toimittanut komissiolle teknisen sääntelystandardin luonnosta 1 artiklan 2 kohdassa tarkoitetuissa lainsäätämisyjärjestyksessä hyväksytyissä säädöksissä asetetuissa määräajoissa, komissio voi pyytää tällaista luonnosta uuden määräajan kuluessa. Jos kuitenkin ESMA ei toimita luonnosta komissiolle 2 kohdan mukaisissa määräajoissa, komissio voi hyväksyä teknisen sääntelystandardin delegoidulla säädöksellä ilman ESMA:n luonnosta artiklan 3 kohdan perusteella. Tämä säännös korostaa ESMA:n keskeistä ja toisaalta taas komission rajoitettua roolia sääntelyn laatimisen osalta, sillä komissio voi hyväksyä standardin itsenäisesti ainoastaan ESMA:n ollessa passiivinen luonnoksen laatimisen suhteen. ESMA:n osallistuminen sääntelyn laatimiseen riippuu siis oikeastaan täysin sen omasta harkintavallasta ja siitä, miten se haluaa täyttää komission odotukset, ks. tarkemmin Simoncini 2015, s. 236.

asetuksilla tai päätöksillä ja ne julkaistaan Euroopan unionin virallisessa lehdessä ja ne tulevat voimaan niissä mainittuina ajankohtina.

Kun komissio on hyväksynyt teknisen sääntelystandardin, on parlamentilla ja neuvostolla kuitenkin asetuksen 13 artiklan mukaan oikeus vastustaa sitä. Artiklan 1 kohdan mukaan aikaa parlamentin ja neuvoston vastustukselle on kolme kuukautta siitä, kun komission hyväksymä tekninen sääntelystandardi on annettu tiedoksi. Parlamentin tai neuvoston aloitteesta määräaika voidaan kuitenkin pidentää kolmella kuukaudella. Kun komission hyväksymä standardi on sama kuin ESMA:n toimittama luonnos, on määräaika vastustamiselle puolestaan yksi kuukausi tiedoksi antamisesta ja tätä määräaika voidaan parlamentin tai neuvoston aloitteesta pidentää kuukaudella. Artiklan 2 kohdan mukaan, jos parlamentti ja neuvosto eivät ole vastustaneet standardia määräaikojen puitteissa, standardi julkaistaan Euroopan unionin virallisessa lehdessä ja se tulee voimaan siinä mainittuna päivänä. Se voi tulla voimaan myös siinä tapauksessa, jos parlamentti ja neuvosto ilmoittavat komissiolle, etteivät ne aio vastustaa standardia. Kuitenkin 3 kohdan mukaan, jos parlamentti tai neuvosto vastustavat teknistä sääntelystandardia määräaikojen puitteissa, se ei tule voimaan ja säädöstä vastustavan toimielimen tulee esittää tälle perustelut SEUT 296 artiklan mukaisesti¹²⁶.

Jos komissio ei hyväksy teknisen sääntelystandardin luonnosta tai muuttaa sitä 10 artiklassa säädetyin tavoin, komissio ilmoittaa tästä ESMA:lle, parlamentille ja neuvostolle sekä esittää niille syyt ratkaisulleen 14(1) artiklan mukaisesti. 2 kohdan mukaan parlamentti tai neuvosto voivat tarvittaessa kutsua komission jäsenen, joka vastaa asiasta, sekä ESMA:n puheenjohtajan kuukauden kuluessa 1 kohdan mukaisesta ilmoituksesta parlamentin valiokunnan kokoukseen tai neuvoston erityiseen istuntoon, jotta he voisivat esittää ja selvittää eriävät näkemyksensä.

Teknisten täytäntöönpanostandardien luonnosten laatimisprosessi on hyvin samankaltainen kuin teknisten sääntelystandardien, mutta niistä löytyy kuitenkin muutamia eroavaisuuksia. Teknisistä täytäntöönpanostandardeista säädetään ESMA-asetuksen 15 artiklassa. Sen 1 kohdan mukaan ESMA voi laatia teknisiä täytäntöönpanostandardeja SEUT 291 artiklan mukaisilla täytäntöönpa-

¹²⁶ Päätös standardin vastustamisesta tehdään parlamentissa yksinkertaisella enemmistöllä ja neuvostossa määräenemmistöllä.

nosäädöksillä 1 artiklan 2 kohdassa tarkoitetuissa lainsäätämisyjärjestyksessä hyväksytyissä säädöksissä erityisesti määritellyillä aloilla¹²⁷. Niiden on oltava teknisten sääntelystandardien tapaan teknisiä eli niihin ei saa sisältyä strategisia päätöksiä tai toimintavalintoja, ja niiden sisällössä on määritettävä näiden säädösten soveltamisen edellytykset. Teknisten täytäntöönpanostandardien luonnokset myös annetaan komission hyväksyttäväksi sääntelystandardien tapaan ja ennen niiden toimittamista ESMA:n on suoritettava samanlaiset kuulemis- ja analysointitoimenpiteet kuin sääntelystandardeissa. Myös komission toiminta täytäntöönpanostandardin luonnoksen käsittelyssä, hyväksymisessä, muutoksissa ja määräajoissa vastaa sääntelystandardien sääntelyä.

Tekniset sääntelystandardit ja täytäntöönpanostandardit eroavat kuitenkin vastustamisen osalta toisistaan. Euroopan parlamentti ja neuvosto eivät nimittäin voi vastustaa teknisiä täytäntöönpanostandardeja. Tekniset täytäntöönpanostandardit hyväksytään 15(4) artiklan mukaan asetuksilla tai päätöksillä ja ne julkaistaan Euroopan unionin virallisessa lehdessä ja ne tulevat voimaan niissä mainittuina ajankohtina.

4.1.3 Ohjeet ja suositukset

ESMA-asetuksen 16 artiklassa säädetään ESMA:n valtuuksista ohjeiden ja suositusten antamiseen. Asetuksessa ohjeita ja suosituksia ei ole mitenkään eroteltu toisistaan poikkeavasti. Ohjeet ja suositukset poikkeavat edellä käsitellyistä ESMA:n sääntelyvaltuuksista teknisten standardien osalta siinä määrin, että ohjeet ja suositukset ovat lähtökohtaisesti pehmeämpää soft law -sääntelyä.

16(1) artiklan mukaan ESMA antaa toimivaltaisille viranomaisille tai finanssimarkkinoiden toimijoille osoitettuja ohjeita ja suosituksia yhdenmukaisten, tehokkaiden ja toimivien valvontakäytäntöjen aikaansaamiseksi Euroopan finanssivalvontajärjestelmässä sekä unionin oikeuden yhteisen, yhtenäisen ja johdonmukaisen soveltamisen varmistamiseksi. Keskustelua on käyty siitä, täytyisikö molemmat kaksi laajaa tavoitetta ohjeiden ja suositusten antamiselle täytyä, joka voisi tarkoittaa ESMA:n kannalta hankaluuksia löytää alueita ohjeiden ja suositusten antamiseen¹²⁸. Jos

¹²⁷ Täytäntöönpanosäädösten nimikkeessä tulee SEUT 291(4) artiklan mukaan käyttää lisäystä ”täytäntöönpano”, ks. esim. Komission täytäntöönpanoasetus (EU) 2016/1055 sisäpiiritiedon asianmukaisen julkistamisen ja sisäpiiritiedon julkistamisen lykkäämisen teknisiä keinoja koskevista Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) N:o 596/2014 mukaisista teknisistä täytäntöönpanostandardeista.

¹²⁸ van Rijsbergen 2014, s. 122.

kohdan sanamuotoa tulkitaan tarkasti, näyttäisi molempien tavoitteiden täyttymisen vaatimus perustellulta¹²⁹. Komission tulkinnan mukaan Euroopan valvontaviranomaisten toimivallan käytön tulee perustua selkeästi niiden toimintaan sovellettavaan oikeusperustaan. Ohjeiden ja suositusten antamisen tapauksessa tämä erityisesti tarkoittaa näiden molempien kahden tavoitteen tarkastelemista yhtenä kokonaisuutena.¹³⁰

Artiklan 2 kohdan mukaan ESMA:n tulee järjestää tarvittaessa ohjeita ja suosituksia koskevia avoimia julkisia kuulemisia ja analysoida niistä mahdollisesti aiheutuvia kustannuksia ja hyötyjä. Kuulemisten ja analyysien tulee kuitenkin olla oikeassa suhteessa ohjeiden tai suositusten laajuuteen, luonteeseen ja vaikutukseen nähden. ESMA lisäksi pyytää tarpeen vaatiessa 37 artiklan mukaiselta arvopaperimarkkina-alan osallisryhmältä lausunnon tai neuvoja.

Toimivaltaisten viranomaisten ja finanssimarkkinoiden toimijoiden on kaikin tavoin pyrittävä noudattamaan ESMA:n antamia ohjeita ja suosituksia artiklan 3 kohdan perusteella. Lisäksi kunkin toimivaltaisen kansallisen viranomaisen on kahden kuukauden kuluessa ohjeen tai suosituksen antamisesta vahvistettava, noudattaako tai aikooko se noudattaa annettua ohjetta tai suositusta. Jos toimivaltainen viranomainen ei noudata ohjetta tai suositusta tai aio noudattaa sitä, on sen ilmoitettava tämä ESMA:lle perusteluiden kera. ESMA ilmoittaa julkisesti siitä, jos toimivaltainen viranomainen ei noudata tai aio noudattaa annettua ohjetta tai suositusta. ESMA voi myös käyttää harkintaansa ja tapauskohtaisesti päättää julkaista kansallisen toimivaltaisen viranomaisen perustelut ohjeen tai suosituksen noudattamatta jättämisestä. Tästä kuitenkin aina ilmoitetaan etukäteen toimivaltaiselle viranomaiselle. Ohjeessa tai suosituksessa voidaan lisäksi edellyttää, että finanssimarkkinoiden toimijoiden on ilmoitettava selkeästi ja yksityiskohtaisesti, noudattavatko ne annettua ohjetta tai suositusta.¹³¹

16(4) artiklan mukaan ESMA ilmoittaa 43 artiklan 5 kohdan mukaisessa kertomuksessa parlamentille, neuvostolle ja komissiolle antamansa ohjeet ja suositukset ja mainitsee sen, mitkä toimivaltaiset viranomaiset eivät ole noudattaneet niitä. ESMA:n tulee myös ilmoittaa se, miten se aikoo

¹²⁹ Parkkonen – Knuts, 2014, s. 43.

¹³⁰ KOM (2014) 509 lopullinen, s. 5.

¹³¹ Ohjeiden ja suositusten luonteesta soft law -sääntelynä huolimatta on niiden ns. tosiasiallinen velvoittavuus herättänyt keskustelua erityisesti 16(3) artiklaan sisältyvien ns. *comply or explain ja name and shame* -mekanismien valossa. Tätä soft law -sääntelyn oikeudellisen velvoittavuuden problematiikkaa käsitellään tarkemmin jäljempänä tutkielman seuraavassa luvussa.

vastedes varmistaa asianomaisten kansallisten viranomaisten ohjeiden ja suositusten noudattamisen.

Lähtökohtaisesti ESMA voi antaa ohjeita ja suosituksia ESMA-asetuksen 1(2) artiklassa lueteltujen säännösten alueelta, joiden soveltamisalalla se toimii. Sen sijaan epäselvempää on, voiko ESMA antaa ohjeita ja suosituksia 1(3) artiklan mukaisilta alueilta. 3 kohdan viittauksen perusteella 2 kohtaan voidaan kuitenkin ohjeiden ja suositusten antamisen mahdollisuuden tulkita pohjautuvan 2 kohdassa lueteltuihin säädöksiin.¹³² Tässä yhteydessä tulee lisäksi huomioida asetuksen johdanto-osan perustelukappaleen 26 kohta. Sen mukaan ESMA:lla on toimivalta ohjeiden ja suositusten antamiseen aloilla, jotka eivät kuulu teknisten sääntely- ja täytäntöönpanostandardien soveltamisalaan. Tämän voidaan ensiksikin tulkita tarkoittavan ESMA:lle melko laajaa harkintavalttaa sen päättämiseen, mistä asioista se pitää ohjeiden tai suositusten antamista tärkeänä ja tarpeellisenä. Toisaalta taas sen voidaan myös tulkita rajoittavan ESMA:n mahdollisuuksia ohjeiden tai suositusten antamiseen asioissa, joissa sillä on myös mahdollisuus laatia teknisen sääntely- tai täytäntöönpanostandardin luonnos.¹³³

4.2 Valvonnan lähentäminen jäsenvaltioissa

4.2.1 Yhteisen valvontakulttuurin ja -käytäntöjen rakentaminen

Sääntelytehtävien lisäksi ESMA:n eräänä toisena keskeisenä tehtävänä on valvonnan lähentäminen eri unionin jäsenvaltioissa niiden kansallisten toimivaltaisten viranomaisten toiminnan osalta. Tästä sen tehtävästä säädetään ESMA-asetuksen 29 artiklassa. ESMA on asettanut juuri valvonnan lähentämisen erääksi tärkeimmäksi strategiseksi tavoitteekseen vuosille 2016–2020¹³⁴. Lisäksi vuosittain ESMA asettaa valvonnan lähentämisen prioriteetit, joihin se kiinnittää tehtävissään erityistä huomiota¹³⁵.

¹³² Parkkonen – Knuts 2014, s. 42.

¹³³ van Rijsbergen 2014, s. 122.

¹³⁴ Ks. ESMA Strategic Orientation 2016–2020, 15.6.2015 (ESMA/2015/935) s. 12–14. Muita ESMA:n tavoitteita tulevalle strategiakaudelle on esimerkiksi finanssimarkkinoiden sääntelyn vahvistaminen EU:ssa jatkamalla yhteisen sääntökirjan luomista, ks. s. 11.

¹³⁵ Ks. ESMA Supervisory Convergence: Work Programme 2019, 6.2.2019 (ESMA42/114/647). Valvonnan lähentämisen ja sen yhdenmukaisuuden yhteydessä ESMA kiinnittää tulevan vuoden aikana erityisesti huomiota esimerkiksi Ison-Britannian eroamiseen EU:sta (brexit) ja mm. sen vaikutukseen valvottavien poismuuttoon, ks. s. 11.

Valvonnan lähentäminen laajassa mielessä katsottuna on eräänlainen yläkäsite, jonka alle sijoitetaan huomattavan suuri joukko ESMA:n toimivaltuuksia. Laajasti tarkasteltuna valvonnan lähentämisen yhteyteen voitaisiin sijoittaa myös ESMA:n edellisessä osiossa käsitellyt sääntelytoimivaltuudet, mutta tässä yhteydessä keskitytään nimenomaisesti ESMA:n artiklan 29 mukaisiin toimiin valvonnan lähentämisessä.

ESMA-asetuksen 29(1) artiklan mukaan ESMA osallistuu aktiivisesti yhteisen unionin valvontakulttuurin ja yhtenäisten valvontakäytäntöjen rakentamiseen sekä yhdenmukaisten menettelyjen ja yhtenäisten lähestymistapojen varmistamiseen koko unionissa. Näitä tehtäviä hoitaessaan ESMA ensinnäkin antaa toimivaltaisille viranomaisille lausuntoja (opinions)¹³⁶. ESMA myös edistää tehokasta kahdenvälistä ja monenvälistä tietojenvaihtoa kansallisten toimivaltaisten viranomaisten välillä, noudattaen kuitenkin unionin lainsäädännössä säädettyjä luottamuksellisuuteen ja tietosuojaan sovellettavia säännöksiä. ESMA myös osallistuu korkealuokkaisten ja yhdenmukaisten valvonta- ja raportointistandardien sekä kansainvälisten tilinpäätösstandardien kehittämiseen. Lisäksi ESMA tarkastelee komission hyväksymien teknisten sääntely- ja täytäntöönpanostandardien sekä sen itsensä antamien ohjeiden ja suositusten soveltamista ja ehdottaa tarvittaessa muutoksia sekä laatii alakohtaisia ja monialaisia koulutusohjelmia, helpottaa henkilöstövaihtoa ja rohkaisee kansallisia toimivaltaisia viranomaisia hyödyntämään väliaikaisia henkilöstösiirtoja ja muita välineitä paremmin.

Artiklan 2 kohdan mukaan ESMA voi myös tarvittaessa kehittää uusia käytännön välineitä ja lähentämiskeinoja, joilla edistetään yhteisten lähestymistapojen ja käytäntöjen noudattamista valvonnassa. Tässä yhteydessä esiin nousee erityisesti ESMA:n kehittämä EU-oikeuden soveltamiseen liittyvä kysymykset ja vastaukset -työkalu (Questions and Answers, Q&As), jonka avulla sidosryhmät voivat EU-lainsäädännön tulkinnanvaraisissa tilanteissa kysyä vastausta ESMA:lta, miten tiettyä sen toiminta-alueen säädöstä tulisi soveltaa¹³⁷.

Valvonnan lähentämisen tarkoituksena on turvata sijoittajansuoja, EU:n sisämarkkinoiden moitteeton toiminta ja finanssivakaus luomalla tasapuoliset olosuhteet kaikille markkinoilla toimiville. Yhteisen sääntökirjan luominen puolestaan tukee yhteisten valvontakäytäntöjen muodostumista.

¹³⁶ Ks. esim. ESMA opinion: General principles to support supervisory convergence in the context of the United Kingdom withdrawing from the European Union, 31.5.2017 (ESMA42-110-433).

¹³⁷ Ks. esim. kysymykset ja vastaukset esitedirektiivin soveltamisesta ESMA Questions and Answers: Prospectuses, 31.1.2019 (ESMA31-62-780).

Yhteisten valvontakäytäntöjen luominen on kuitenkin haastava tehtävä, sillä eri jäsenvaltioiden ja kansallisten toimivaltaisten viranomaisten välillä muuttujia on monia. Eri jäsenvaltioissa esimerkiksi markkinarakenteet ja liiketoimintakulttuurit nimittäin voivat poiketa toisistaan huomattavasti, mikä myös vaikuttaa kansallisiin valvontakäytäntöihin. Myös kansallisten toimivaltaisten viranomaisten käytettävissä olevat resurssit sekä valvonnan tavoitteet ja tekniikat eroavat usein merkittävästi eri jäsenvaltioiden tasolla. Valvontakäytäntöjä onkin täten harvoin mahdollista muovata muotilla, joka soveltuu samalla tavoin täydellisesti jokaiseen eri jäsenvaltioon. ESMA pyrkiikin edistämään valvonnan lähentymistä erityisesti saavuttamalla paremman kuvan kansallisten markkinoiden ja toimivaltaisten viranomaisten toiminnasta. Tämän yhteydessä ESMA tekee tiivistä yhteistyötä kansallisten toimivaltaisten viranomaisten kanssa optimaalisimman ja tehokkaimman lopputuloksen saavuttamiseksi yhteisten sääntöjen toimeenpanossa ja valvonnan lähentämisessä koko unionin alueella.¹³⁸

ESMA:n voimakas vaikuttaminen päivittäiseen operatiiviseen valvontatyöhön kansallisella tasolla voi kuitenkin pahimmassa tapauksessa muodostua riskiksi valvonnan joustavuuden, kansallisten valvontaviranomaisten kehittämien valvontainnovaatioiden ja niiden käyttämisen harkinnan kannalta. Kansalliset viranomaiset nimittäin kuitenkin tuntevat niiden valvottavina olevat markkinat ja niillä toimivat valvottavat parhaiten. Tämä osaltaan asettaakin ESMA:lle ja sen toteuttamille lähentämistoimille enenevässä määrin painetta sen tehokkuuden ja onnistumisen näkökulmista.¹³⁹

4.2.2 Kansallisten toimivaltaisten viranomaisten vertaisarviointi

Yhteisen valvontakulttuurin ja -käytäntöjen rakentamiseen liittyy läheisesti myös ESMA:n suorittama kansallisten toimivaltaisten viranomaisten vertaisarviointi, josta säädetään ESMA-asetuksen 30 artiklassa¹⁴⁰. Vertaisarviointien suorittamista varten ESMA on perustanut arviointipaneelin,

¹³⁸ ESMA Strategic Orientation 2016–2020, s. 12–13.

¹³⁹ Moloney 2011b, s. 195. Esimerkkinä kansallisten viranomaisten käyttämästä valvonnan harkinnasta on niiden käyttämä ns. riskiperusteinen lähestymistapa, jossa valvonnan painopisteet vaihtelevat viranomaisten välillä sen mukaan, miten suuren riskin jokin toiminta aiheuttaa esimerkiksi markkinoiden vakaudelle tai asiakkaansuojalle.

¹⁴⁰ Ks. vertaisarvioinneista esim. ESMA Final Report: Peer review on the Guidelines on ETFs and other UCITS issues, 30.7.2018 (ESMA42-111-4479).

joka on muodostettu kansallisten toimivaltaisten viranomaisten edustajista¹⁴¹. Lisäksi toimivaltaisten viranomaisten objektiivisen arvioinnin ja vertailtavuuden vuoksi ESMA soveltaa kaikissa suorittamissaan vertaisarvioinneissa kehittämiensä yhteneviä menetelmiä ja käytäntöjä¹⁴².

ESMA-asetuksen 30(1) artiklan mukaan ESMA järjestää ja suorittaa säännöllisesti toimivaltaisten viranomaisten joidenkin tai kaikkien toimien vertaisarviointeja valvontatulosten johdonmukaisuuden edistämiseksi. ESMA myös kehittää menetelmiä arvioinnin kohteena olevien viranomaisten objektiivisen arvioinnin ja vertailtavuuden varmistamiseksi. ESMA:n tulee ottaa vertaisarviointeja suorittaessaan huomioon kyseistä toimivaltaista viranomaista koskevat olemassa olevat tiedot ja arvioinnit. Artiklan 2 kohdan mukaan ESMA:n tulee vertaisarvioinnissaan arvioida ainakin toimivaltaisen viranomaisen resurssi- ja hallinnointijärjestelyn riittävyttä erityisesti huomioon ottaen 10–15 artikloissa säädettyjen teknisten sääntely- ja täytäntöönpanostandardien ja 1(2) artiklassa tarkoitettujen säädösten tehokas soveltaminen ja kyky vastata markkinakehitykseen. Arvioinnin tulee koskea myös unionin oikeuden soveltamisessa ja valvontakäytännöissä saavutettua lähentymistä, käsittäen myös 10–16 artiklojen nojalla hyväksytyt tekniset sääntely- ja täytäntöönpanostandardit ja ohjeet ja suositukset sekä unionin oikeudessa asetetut tavoitteet ja toimivaltaisten viranomaisten kehittämät parhaat käytännöt, jotka mahdollisuuksien mukaan muidenkin toimivaltaisten viranomaisten tulisi omaksua. Lisäksi vertaisarvioinnissa tulee kiinnittää huomiota unionin oikeuden täytäntöönpanemiseksi hyväksytyjen säännösten noudattamisen valvonnan tehokkuuteen ja yhtenäisyyteen, johon luetaan mukaan myös hallinnolliset seuraamukset ja toimenpiteet säännösten rikkojia kohtaan.

ESMA voi antaa vertaisarvioinnin yhteydessä toimivaltaisille viranomaisille 16 artiklan mukaisia ohjeita ja suosituksia 30(3) artiklan perusteella ja näitä toimivaltaisten viranomaisten on pyrittävä noudattamaan. ESMA ottaa lisäksi vertaisarvioinnin tulokset huomioon, kun se laatii 10–15 artikloissa tarkoitettuja luonnoksia teknisiksi sääntely- ja täytäntöönpanostandardeiksi. Näin ollen ESMA:n suorittamat vertaisarvioinnit linkittyvätkin melko tiivisti yhteen sen sääntelyvaltuuksien kanssa¹⁴³. 30(4) artiklan mukaan ESMA asettaa vertaisarviointien perusteella määritettävät parhaat

¹⁴¹ Ks. Decision of the European Securities and Markets Authority establishing its Review Panel, 8.11.2011 (ESMA/2011/BS/229).

¹⁴² Ks. ESMA Peer Review Methodology, 20.7.2018 (ESMA42-111-4661).

¹⁴³ Moloney 2012, s. 102.

käytännöt yleisesti saataville. Muut vertaisarviointien tulokset puolestaan voidaan julkaista vertaisarvioinnin kohteena olevan toimivaltaisen viranomaisen suostumuksella¹⁴⁴.

ESMA:n suorittamilla vertaisarvioinneilla on monia tavoitteita. Niiden avulla ESMA pyrkii ensinnäkin saavuttamaan paremman ymmärryksen eri jäsenvaltioissa vallitsevista sääntelyjärjestelmien eroista ja osaltaan kannustaa heikommin suoriutuvia kansallisia toimivaltaisia viranomaisia parempiin suorituksiin. Vertaisarviointien avulla ESMA myös pyrkii tehokkaammin toteuttamaan tarvittavia sääntelyaloitteita teknisten sääntely- ja täytäntöönpanostandardien sekä ohjeiden tai suositusten osalta. Lisäksi vertaisarviointien voidaan nähdä toimivan eräänlaisena yleisempänä jäsenvaltioiden finanssimarkkinoiden sääntelyn tilan tarkkailun työkaluna.¹⁴⁵

4.3 ESMA:n väliintulotoimivaltuudet

4.3.1 Unionin oikeuden rikkominen

ESMA:lle on säädetty valtuudet valvoa sen toiminta-alueelle kuuluvan EU-oikeuden yhtenäistä soveltamista sekä valtuudet myös tarvittaessa puuttua unionin lainsäädännön vastaiseen toimintaan. Tästä säädetään ESMA-asetuksen 17 artiklassa¹⁴⁶. Nämä ESMA:n toimivaltuudet osaltaan täydentävät komission SEU 17(1) ja SEUT 258 artiklojen mukaista yleistä toimivaltaa unionin oikeuden soveltamisen valvonnassa. ESMA:n toimivaltuudet edesauttavat nopeaa puuttumista tilanteissa, joissa EU-oikeutta on rikottu. Perussopimusten mukaisen prosessin läpivienti usein kestää melko kauan, mikä saattaa esimerkiksi heikentää finanssimarkkinoiden tasapuolista kilpailua.

¹⁴⁴ ESMA:n arviointipaneelin perustamista koskevan päätöksen 12 artiklan mukaan lähtökohtaisesti tulokset julkaistaan ESMA:n verkkosivuilla. Kuitenkin, jos toimivaltainen viranomainen ei hyväksy tulosten julkaisemista, sen tulee esittää tästä perustelut ESMA:lle. Jos arviointipaneeli hyväksyy viranomaisen perustelut, tuloksista voidaan jättää julkaisematta tietoja esimerkiksi salassapidon vuoksi.

¹⁴⁵ Wymeersch 2012, s. 280–281. Vaikka vertaisarviointien voidaan pääosin nähdä tavoittelevan melko hyvántahtoisia tavoitteita, saattavat ne kuitenkin joissain tapauksissa johtaa liialliseen valvonnan standardisointiin. Tämä on esillä, jos esimerkiksi kansallisten valvojien omien markkinoidensa valvonnassa käyttämiä parhaita valvontakäytäntöjä, niiden käytössä olevia resursseja ja markkinoiden eroavaisuuksia ei oteta tarpeeksi hyvin huomioon, ks. Moloney 2011b, s. 195–197.

¹⁴⁶ ESMA-asetuksen johdanto-osan perustelukappaleen 27 kohdan mukaan unionin oikeuden asianmukainen soveltaminen on keskeinen edellytys finanssimarkkinoiden eheydelle, avoimuudelle, finanssijärjestelmän vakaudelle sekä finanssimarkkinoiden toimijoiden tasapuolisille kilpailuolosuhteille EU:ssa. Tämän vuoksi olisi luotava mekanismi, jolla ESMA voi puuttua unionin oikeuden rikkomiseen.

Lähtökohtaisesti ESMA:n toimivaltuudet kohdistuvat kansallisiin toimivaltaisiin viranomaisiin, mutta tapauskohtaisesti ne voivat kohdistua myös yksittäisiin finanssimarkkinoiden toimijoihin.¹⁴⁷

ESMA:n toimivaltuudet unionin oikeuden rikkomistapauksissa sekä jäljempänä käsiteltävissä kriisitilanteissa ja kansallisten toimivaltaisten viranomaisten erimielisyyksien ratkaisemisessa ollaan nähty merkittävänä verrattaessa niitä muiden EU:n virastojen toimivaltuuksiin¹⁴⁸. Näitä valtuuksia kutsutaan yleisesti väliintulotoimivaltuuksiksi¹⁴⁹. ESMA:n väliintuloon perustuvat toimivaltuudet mahdollistavat koko unionin edun varmistamisen tarkkaan ennalta määritellyissä tilanteissa, jättäen silti päivittäisen valvontatyön edelleen kansallisten toimivaltaisten viranomaisten vastuulle muun muassa subsidiariteettiperiaatteen vaatimuksista johtuen¹⁵⁰.

ESMA-asetuksen 17(1) artiklan mukaan, jos toimivaltainen viranomainen ei ole soveltanut 1(2) artiklan mukaisia säädöksiä tai 10–15 artiklojen mukaisia teknisiä sääntely- ja täytäntöönpanostandardeja, tai on soveltanut niitä unionin oikeuden vastaisesti ja on erityisesti jättänyt varmistamatta, että finanssimarkkinoiden toimija täyttää näiden säädösten asettamat vaatimukset, ESMA toimii tämän artiklan 2, 3 ja 6 kohdissa säädettyjen valtuuksien mukaisesti. ESMA voi tutkia unionin oikeuden väitettyä rikkomista tai soveltamatta jättämistä 2 kohdan mukaisesti yhden tai useamman toimivaltaisen viranomaisen, parlamentin, neuvoston, komission, arvopaperimarkkina-alan osallisyryhmän pyynnöstä tai omasta aloitteestaan ilmoitettuaan asiasta kyseiselle toimivaltaiselle viranomaiselle¹⁵¹. Tutkimuksen kohteena olevan toimivaltaisen viranomaisen on toimitettava ESMA:lle viipymättä kaikki sen tutkimuksessaan tarvitsemat tiedot, sanotun kuitenkin rajoittamatta 35 artiklassa säädettyjen valtuuksien soveltamista. Tutkimuksen käynnistämisen arvioinnista ja siinä käytettävistä menettelyistä säädetään tarkemmin ESMA:n laatimassa unionin oikeuden rikkomistapauksia koskevassa työjärjestyksessä¹⁵².

¹⁴⁷ Häyrynen – Kajala 2013, s. 37.

¹⁴⁸ van Rijsbergen 2014, s. 120. Valtuudet ovat myös huomattavasti laajemmat kuin mitä ESMA:n edeltäjällä Euroopan arvopaperimarkkinavalvojen komitealla oli käytettävissään, ks. Moloney 2011b, s. 198.

¹⁴⁹ Ks. esim. D’Ambrosio 2018.

¹⁵⁰ Schammo 2012, s. 791.

¹⁵¹ Ajankohtaisena esimerkkinä unionin oikeuden rikkomiseen liittyvästä tutkimuksesta pankkivalvonnan osalta on vastikään EBA:n käynnistämä Viron ja Tanskan valvojiin kohdistuva EBA-asetuksen 17 artiklan mukainen tutkimus, jossa EBA tutkii valvojen mahdollista unionin oikeuden rikkomista Danske Bankin rahanpesutapauksessa. Tutkimus aloitettiin komission pyynnöstä. Ks. tästä EBA press release, 19.2.2019. 16.4.2019 EBA kuitenkin lopetti valvojiin kohdistuvan tutkimuksensa tuloksettomana, ks. EBA press release, 17.4.2019.

¹⁵² Ks. ESMA Decision of the Board of Supervisors: Rules of procedure on breach of Union law investigations, 5.7.2017 (ESMA/2012/BS/87rev). Työjärjestyksessä tuodaan esiin seikkoja, jotka voivat erityisesti puoltaa tutkimuksen käynnistämistä. Näitä voivat olla esimerkiksi toistuvat sääntöjen rikkomiset, ihmisoikeuksien tai perusoikeuksien

3 kohdan mukaan ESMA voi viimeistään kahden kuukauden kuluttua tutkimuksen aloittamisesta antaa tutkimuksen kohteena olevalle toimivaltaiselle viranomaiselle suosituksen mihin toimiin sen on ryhdyttävä unionin oikeuden noudattamiseksi ja toimivaltaisen viranomaisen on kymmenen työpäivän kuluessa suosituksen vastaanottamisesta ilmoitettava ESMA toimenpiteet, jotka se on toteuttanut tai aikoo toteuttaa unionin oikeuden noudattamisen varmistamiseksi. Jos toimivaltaisen viranomaisen ei ole noudattanut unionin oikeutta kuukauden kuluessa ESMA:n antaman suosituksen vastaanottamisen jälkeen, komissio voi omasta aloitteestaan tai ESMA:n ilmoitettua sille asiasta, antaa virallisen lausunnon ja vaatia toimivaltaista viranomaista toteuttamaan unionin oikeuden noudattamiseksi vaatimat toimet artiklan 4 kohdan perusteella. Komission on otettava antamassaan virallisessa lausunnossaan huomioon ESMA:n antama suositus. Komissio antaa virallisen lausunnon viimeistään kolmen kuukauden kuluttua suosituksen antamisesta, mutta se voi pidentää määräaika yhdellä kuukaudella. ESMA:n ja toimivaltaisten viranomaisten tulee toimittaa komissiolle kaikki sen lausunnon antamisen vaatimat tarvittavat tiedot.

5 kohdan perusteella toimivaltaisen viranomaisen on kymmenen työpäivän kuluessa virallisen lausunnon vastaanottamisesta ilmoitettava komissiolle ja ESMA:lle toteuttamansa toimenpiteet tai aikomansa toimenpiteet virallisen lausunnon noudattamiseksi. 6 kohdan mukaan ESMA voi tehdä finanssimarkkinoiden toimijalle osoitetun yksittäisen päätöksen, jos kohdan vaatimat edellytykset täyttyvät. Tämä tulee kyseeseen silloin, jos toimivaltaisen viranomaisen ei noudata virallista lausuntoa määräajan kuluessa ja jos on tarpeen tasapuolisten kilpailuolosuhteiden säilyttämiseksi markkinoilla tai palauttamiseksi markkinoille taikka finanssijärjestelmän moitteettoman toiminnan ja eheyden varmistamiseksi saada viipymättä muutos siihen, että virallista lausuntoa ei noudateta. ESMA voi tehdä päätöksen 1(2) artiklassa tarkoitettujen säädösten soveltamisalalla, jos vaatimukset ovat suoraan sovellettavissa finanssimarkkinoiden toimijoihin. Päätöksessä toimijaa vaaditaan toteuttamaan tarvittavat toimet unionin oikeuden mukaisten velvollisuuksien noudattamiseksi, johon voi kuulua esimerkiksi mahdollisesta käytännöstä luopuminen. ESMA:n toimivaltuudet tältä osin eivät kuitenkaan voi rajoittaa komission SEUT 258 artiklan mukaista toimivaltaa. ESMA:n päätöksen on lisäksi oltava komission antaman virallisen lausunnon mukainen. Tämä ESMA:n

rikkominen tai jos rikkomus vaikuttaa merkittävästi esimerkiksi markkinoiden moitteettomaan ja tehokkaaseen toimintaan. Tutkimusta ei puolestaan käynnistetä tilanteessa, jos jokin muu elin kuin ESMA on sopiva taho kyseisen asian hoitamiseen, asia voidaan hoitaa muulla tavoin, kuten esimerkiksi vertaisarvioinnilla tai ohjeistuksella tai jos kyseessä ei ole 1(2) artiklassa tarkoitettujen säädösten ehdottoman velvollisuuden rikkominen, ks. s. 9.

päätöstä koskeva vaatimus heijastaa yleisemmin komission asemaa unionin perussopimusten valvojana¹⁵³.

ESMA:n 17(6) artiklan nojalla tekemät päätökset ovat ensisijaisia toimivaltaisten viranomaisten samasta asiasta tekemiin mahdollisiin aiempiin päätöksiin nähden artiklan 7 kohdan mukaisesti. Kun toimivaltaiset viranomaiset toteuttavat toimia, joista komissio on antanut virallisen lausunnon tai ESMA on tehnyt päätöksen, on toimivaltaisten viranomaisten noudatettava joko kyseessä olevaa virallista lausuntoa tai päätöstä. Vuosittaisessa 43(5) artiklan mukaisessa kertomuksessaan parlamentille, neuvostolle ja komissiolle ESMA ilmoittaa, mitkä toimivaltaiset viranomaiset ja finanssimarkkinoiden toimijat eivät ole noudattaneet virallisia lausuntoja tai päätöksiä.

4.3.2 Toimet kriisitilanteissa

ESMA:lle on myös säädetty valtuudet toimia melko nopeasti esimerkiksi tekemällä toimivaltaisia viranomaisia tai finanssimarkkinoiden toimijoita koskevia päätöksiä tilanteissa, joissa finanssijärjestelmään kohdistuu vakavia uhkia. Kriisivaltuuksien käytön edellytyksenä on kuitenkin se, että näistä valtuuksista säädetään nimenomaisesti ESMA:n toimivaltuuksien soveltamisalaan kuuluvassa EU-säädöksessä¹⁵⁴. Vaikka ESMA:n kriisivaltuuksien perustana olevan ESMA-asetuksen 18 artiklan voidaan nähdä luovan ESMA:lle melko laajoja toimivaltuuksia poikkeuksellisissa tilanteissa, on näiden toimivaltuuksien vastapainoksi asetettu kuitenkin tiettyjä rajoituksia. Artikla 18 muodostaa osan finanssikriisin jälkeen luodusta laajemmasta ylärakenteesta, jonka tarkoituksena on estää ja hillitä finanssikriisejä tulevaisuudessa.¹⁵⁵

ESMA-asetuksen 18(1) artiklan mukaan vakavasti finanssimarkkinoiden moitteettoman toiminnan ja eheyden taikka koko finanssijärjestelmän tai sen osan vakauden vaarantavien epäsuotuisten muutosten ollessa kyseessä, ESMA helpottaa aktiivisesti ja sovittaa yhteen asiaankuuluvien toimivaltaisten viranomaisten toteuttamia toimia. ESMA:n voidakseen suorittaa näitä tehtäviään, on sille ilmoitettava kaikista asiaankuuluvista muutoksista ja ESMA on myös kutsuttava tarkkailijaksi kaikkiin asianomaisten toimivaltaisten viranomaisten asiaan liittyviin kokoontumisiin.

¹⁵³ Häyrynen – Kajala 2013, s. 39.

¹⁵⁴ Ks. esim. lyhyeksimynti -asetuksen 28 ja 29 artiklat, jossa säädetään ESMA:n käytössä olevista kriisivaltuuksista.

¹⁵⁵ Moloney 2011b, s. 200.

2 kohdan mukaan neuvosto voi komissiota, ESRB:aa ja tarvittaessa muita Euroopan valvontaviranomaisia kuultuaan hyväksyä ESMA:lle osoitetun päätöksen, jota on pyytänyt ESMA, ESRB tai komissio. Päätöksessä todetaan kriisitilanteen olemassaolo tämän asetuksen soveltamista varten. Päätöstä tarkastellaan tämän jälkeen asianmukaisin väliajoin ja vähintään kerran kuukaudessa neuvoston toimesta ja jollei päätöksen voimassaoloa jatketa kuukauden päätyttyä, päätöksen voimassaolo lakkaa ilman eri toimenpiteitä. Neuvosto myös voi milloin tahansa julistaa kriisitilanteen päättyneeksi. Jos ESRB tai ESMA katsovat, että on mahdollisuus kriisitilanteen syntymiseen, ne antavat neuvostolle luottamuksellisen suosituksen sisältäen tilannearvion. Neuvosto arvioi tämän jälkeen, onko tarvetta istunnon järjestämiselle. Menettelyssä tulee taata asianmukainen luottamuksellisuus. Neuvoston todettua kriisitilanteen olemassaolon, se ilmoittaa tästä asianmukaisesti ja viipymättä parlamentille ja komissiolle.

ESMA voi tehdä neuvoston päätöksen hyväksymisen jälkeen yksittäisille toimivaltaisille viranomaisille osoitettuja päätöksiä 3 kohdan mukaisesti epäsuotuisten muutosten käsittelemiseksi poikkeuksellisissa tilanteissa, joissa kansallisten viranomaisten yhteensovitettua toimintaa tarvitaan finanssimarkkinoiden moitteettoman toiminnan ja eheyden taikka koko finanssijärjestelmän tai sen osan vakauden varmistamiseksi unionissa. Päätöksessä toimivaltaisia viranomaisia vaaditaan toteuttamaan tarvittavat toimet 1(2) artiklassa tarkoitetun lainsäädännön mukaisesti kaikkien tällaisten muutosten käsittelemiseksi varmistamalla, että finanssimarkkinoiden toimijat ja toimivaltaiset viranomaiset täyttävät kyseisessä lainsäädännössä asetetut vaatimukset.

Jos toimivaltainen viranomainen ei noudata ESMA:n tekemää päätöstä siinä asetetun määräajan kuluessa, ESMA voi tehdä finanssimarkkinoiden toimijalle osoitetun yksittäisen päätöksen kohdan 4 perusteella. Tämän edellytyksenä on kuitenkin se, että 1(2) artiklassa tarkoitettujen säädösten tai niiden nojalla hyväksytyjen teknisten sääntely- tai täytäntöönpanostandardien vaatimuksia voidaan suoraan soveltaa finanssimarkkinoiden toimijoihin. Päätöksessä toimijaa vaaditaan toteuttamaan tarvittavat toimet kyseisen lainsäädännön mukaisten velvollisuuksiensa täyttämiseksi, johon voi liittyä esimerkiksi jostain käytännöstä luopuminen.

ESMA:n toimivaltuudet eivät kuitenkaan saa rajoittaa komission SEUT 258 artiklan mukaista toimivaltaa. Kohtaa sovelletaan vain tilanteissa, joissa toimivaltainen viranomainen ei sovelle 1(2) artiklan mukaisia säädöksiä tai niiden nojalla hyväksytyjä teknisiä sääntely- tai täytäntöönpanostandardeja tai soveltaa niitä selvästi rikkomalla niiden sääntelyä. Edellytyksenä päätökselle on

myös kiire korjata tilanne finanssimarkkinoiden moitteettoman toiminnan ja eheyden taikka koko finanssijärjestelmän taikka sen osan vakauden palauttamiseksi unionissa. 4 kohdan nojalla ESMA:n tekemät päätökset ovat ensisijaisia toimivaltaisten viranomaisten samasta asiasta tekemiin mahdollisiin päätöksiin nähden 5 kohdan perusteella. Toimet, joita toimivaltaiset viranomaiset toteuttavat 3 tai 4 kohdan mukaisten päätösten soveltamisalaan kuuluvien kysymysten osalta, on oltava kyseisten päätösten mukaisia.

Läheisesti ESMA:n 18 artiklan mukaisiin kriisitoimivaltuuksiin liittyy sille 9(5) artiklassa säädetty mahdollisuus asettaa väliaikainen kielto tai rajoitus tietyille finanssialan toimille, jotka vaarantavat finanssimarkkinoiden moitteettoman toiminnan ja eheyden tai koko finanssijärjestelmän taikka sen osan vakauden unionissa, 1(2) artiklassa tarkoitetuissa säädöksissä määritellyissä tapauksissa ja niissä säädetyn edellytyksien. Kielto tai rajoitus voidaan myös tarvittaessa asettaa kriisitilanteessa 18 artiklan mukaisesti ja siinä säädetyn edellytyksin.¹⁵⁶ Tähän liittyen oikeuskäytännöstä esiin nousee Euroopan unionin tuomioistuimen ns. lyhyeksimyntitapaus¹⁵⁷.

Tapauksessa oli kyse Yhdistyneen kuningaskunnan nostamasta SEUT 263 artiklan mukaisesta kumoamiskanteesta, jossa se vaati lyhyeksimyntiasetuksen 28 artiklan kumoamista¹⁵⁸. Asetuksen 28 artiklan mukaan poikkeuksellisissa olosuhteissa ESMA voi esimerkiksi joko vaatia ilmoittamaan tietyistä lyhyistä positioista toimivaltaisille viranomaisille tai julkistamaan niitä koskevat yksityiskohtaiset tiedot tai jopa kieltää kokonaan harjoittamasta tai toteuttamasta lyhyeksimyntiä¹⁵⁹.

¹⁵⁶ 18 artiklan mukaiset kriisitoimivaltuudet kuitenkin poikkeavat huomattavasti 9(5) artiklan mukaisista toimivaltuuksista, vaikka niiden oikeudellinen asema on sama. Kriisivaltuudet ovat ensinnäkin merkittävästi laajakantoisempia ja toisin kuin 9(5) artiklan mukaiset valtuudet, ne eivät ole samalla tavoin väliaikaisia. 9(5) artiklan mukaisten valtuuksien voidaan enemmän nähdä olevan kriisien ennaltaehkäisyyn tähtäävä työkalu, kun taas 18 artiklan mukaisten kriisivaltuuksien voidaan pääasiassa nähdä olevan ultima ratio -periaatteen mukaisesti vasta viimesijainen keino kriisiin jo puhjettua, ks. Marjosola 2014a, s. 521–522.

¹⁵⁷ Asia C-270/12 Yhdistynyt kuningaskunta v. Euroopan parlamentti ja Euroopan unionin neuvosto, tuomio 22.1.2014.

¹⁵⁸ Tapauksen voidaan nähdä olevan osa Yhdistyneen kuningaskunnan laajempaa tavoitetta, jolla se pyrki suojelemaan Lontoon finanssikeskusta Cityä EU:n kasvavalta finanssialan regulaatiolta, ks. Marjosola 2014a, s. 500.

¹⁵⁹ Lyhyeksimyynnillä (*short selling*) tarkoitetaan arvopaperimarkkinoilla käytävää kaupankäyntiä rahoitusvälineillä, jossa sijoittaja myy kyseessä olevan rahoitusvälineen, jota hän ei kuitenkaan omista. Tarkoituksena lyhyeksimyynnissä on ostaa rahoitusväline myöhemmin takaisin ja kaupankäynnin ajatus perustuu rahoitusvälineiden hinnan vaihteluihin yli ajan. Lyhyeksimyyjä pyrkii siihen, että hän pystyy ostamaan myydyin rahoitusvälineen myöhemmin halvemmalla kuin hän alun perin myi sen. Saatu tuotto perustuu siis rahoitusvälineen hinnanlaskuun. Lyhyeksimyntiasetuksessa säädetään nykyään sallituksi ainoastaan ns. katettu lyhyeksimynti, jolla tarkoitetaan sijoittajan tekemää rahoitusvälineen lainausta ennen sen lyhyeksimyntiä. Sijoittaja palauttaa hankkimansa rahoitusvälineen lainantajalle takaisinoston jälkeen. Suomessa sijoittajan tulee ilmoittaa Fivalle Helsingin pörssissä noteerattujen osakkeiden sekä Suomen valtionlainojen merkittävät lyhyet positiot. Ks. lyhyeksimyntistä tarkemmin esim. Parkkonen – Knuts 2014, s. 611–613.

Vaikka lyhyeksimyynä on vakiintunut ja yleisesti käytetty toimintatapa markkinoilla, se on kuitenkin myös vahva spekulointityökalu, jonka nähtiin myös vaikuttaneen merkittävästi finanssikriisin syvenemiseen Euroopassa. Sääntelyn harmonisoinnin ja valvonnan tehostamisen vuoksi finanssimarkkinoiden sääntelyn uudistamisen yhteydessä säädettiin suoraan lyhyeksimyyniin sovellettava asetus, jossa ESMA:lle säädettiin väliintulotoimivaltuudet tietyissä tapauksissa lyhyeksimyntikaupankäynnin osalta.¹⁶⁰

Yhdistynyt kuningaskunta perusteli lyhyeksimyynitapauksessa kannettaan neljällä perusteella, joiden mukaan lyhyeksimyntiasetuksen 28 artikla olisi kumottava. Ensinnäkin kanteen mukaan ESMA:n lyhyeksimyntiasetuksen 28 artiklan mukaiset toimivaltuudet edellyttävät hyvin laajan harkintavallan käyttämistä, joka olisi toimivallan siirtoa koskevan Meroni -doktriinin vastaista. Toinen kanneperuste taas perustui siihen, että artiklan 28 mukaiset toimivaltuudet olisivat vastoin Romano-tapauksen luomaa doktriinia sen vuoksi, että ESMA:lla on toimivaltuus toteuttaa soveltamisalaltaan yleisiä, lainsäädäntötoimen kaltaisia toimia. Kolmantena kanneperusteena puolestaan oli se, että 28 artiklaan sisältyvien toimivaltuuksien siirto unionin laitokselle ei olisi SEUT 290 ja 291 artiklojen mukaista, sillä tällaisten toimivaltuuksien antaminen olisi sallittua ainoastaan komissiolle. Lopuksi vielä neljäntenä kanneperusteena käytettiin sitä, ettei SEUT 114 artikla olisi soveltuva perusta artiklan 28 mukaisten toimivaltuuksien käyttämiseen ja päätösten osoittamiseen luonnollisille henkilöille tai oikeushenkilöille.

Tuomioistuin kuitenkin hylkäsi jokaisen kanneperusteen ja näin ollen koko kanteen, vaikka julkisasiamies Jääskinen ratkaisuehdotuksessaan¹⁶¹ esitti kanteen hyväksymistä lyhyeksimyntiasetuksen 28 artiklan kumoamisen osalta. Julkisasiamies perusteli tätä SEUT 114 artiklan soveltumattomuudella kyseisten toimivaltuuksien asianmukaiseksi oikeusperustaksi.

Tapaus osoitti sen, että ESMA:n toimet, silloin kun niillä on tarkoitus luoda sitovia oikeusvaikutuksia osapuolten välille, on mahdollista saattaa unionin tuomioistuimen ratkaistavaksi. Tapauksessa ESMA:n toimivaltuudet lyhyeksimyynnin osalta todettiin vallitsevien toimivaltuuksien delegointia koskevien doktriinien ja perussopimusten vaatimusten mukaisiksi. Vaikka ESMA:n suorat väliintulotoimivaltuudet esimerkiksi juuri kriisivaltuuksien osalta ulottuvat melko kauas, nähdään

¹⁶⁰ Marjosola 2014a, 505–506.

¹⁶¹ Ks. Julkisasiamiehen ratkaisuehdotus, Niilo Jääskinen: Asia C-270/12 Yhdistynyt kuningaskunta v. Euroopan parlamentti ja Euroopan unionin neuvosto, 12.9.2013.

niiden taustalla kuitenkin merkittäviä sen toimivaltuuksien käyttöön liittyviä rajoituksia niin ex ante kuin ex post.¹⁶²

4.3.3 Kansallisten toimivaltaisten viranomaisten välisten erimielisyyksien ratkaiseminen rajat ylittävissä tilanteissa

Viimeisenä ESMA:n väliintulotoimivaltuutena sillä on vielä mahdollisuus ratkaista kansallisten viranomaisten välisiä erimielisyyksiä. Tästä säädetään ESMA-asetuksen 19 artiklassa ja sen 1 kohdan mukaan toimivaltaisen viranomaisen ollessa eri mieltä toisen jäsenvaltion toimivaltaisten viranomaisen toimen sisällöstä tai toimien puuttumisesta 1(2) artiklassa tarkoitettujen säädösten tapauksissa, ESMA voi yhden tai useamman viranomaisen pyynnöstä auttaa viranomaisia pääsemään sopimukseen. Menettely ei kuitenkaan saa rajoittaa artiklan 17 mukaisia unionin oikeuden rikkomista koskevien valtuuksien soveltamista. ESMA voi myös omasta aloitteestaan auttaa viranomaisia pääsemään sopimukseen tapauksissa, jotka on määritelty 1(2) artiklan mukaisessa lainsäädännössä ja joissa eri jäsenvaltioiden toimivaltaisten viranomaisten voidaan todeta olevan erimielisiä objektiivisiä arviointiperusteita käyttämällä.¹⁶³

2 kohdan mukaan ESMA toimii sovittelijana ja asettaa toimivaltaisten viranomaisten väliselle sovittelulle määräajat ottaen huomioon 1(2) artiklan mukaisten säädösten mahdolliset määräajat sekä asian monitahoisuuden ja kiireellisyyden. Jos toimivaltaiset viranomaiset eivät pääse sovittelussa sopimukseen, ESMA voi 3 kohdan perusteella tehdä vaikutuksiltaan kyseisiä toimivaltaisia viranomaisia sitovan päätöksen, jossa näitä vaaditaan unionin oikeuden noudattamisen varmistamiseksi ja asian ratkaisemiseksi toteuttamaan tietty toimi tai pidättäytymään toimista. Päätös ESMA:n hallintoneuvostossa tehdään 44 artiklan 1 kohdan kolmannen ja neljännen alakohdan menettelyä noudattaen. ESMA voi 4 kohdan perusteella, jos toimivaltaisen viranomaisen ei noudata sen päätöstä ja jättää siten varmistamatta sen, että finanssimarkkinoiden toimija noudattaa siihen suoraan sovellettavaa 1(2) artiklan mukaisen säädöksen vaatimuksia, tehdä finanssimarkkinoiden toimijalle

¹⁶² Marjosola 2014a, s. 513–514.

¹⁶³ Tästä pakollisesta menettelystä on kuitenkin erotettava vielä omaksi toiminnakseen 31 artiklan mukainen, vapaaehtoinen ja neuvoa-antava sovittelu, joka ei kuitenkaan saa rajoittaa 19 artiklan soveltamista. Näistä molemmista menettelyistä vastaa 41(2) artiklan perusteella hallintoneuvoston koolle kutsuma riippumaton lautakunta, joka koostuu hallintoneuvoston puheenjohtajasta ja kahdesta jäsenestä, jotka eivät kuitenkaan saa edustaa erimielisyyden osapuolena olevia toimivaltaisia viranomaisia. Lautakunnan toiminnasta ja sen menettelyistä säädetään tarkemmin sitä koskevassa työjärjestyksessä, ks. ESMA Decision of the Board of Supervisors: Rules of Procedure of the Mediation Panel, 5.7.2017 (ESMA41-137-1007).

osoitetun yksittäisen päätöksen. Päätöksessä toimijaa vaaditaan toteuttamaan toimet unionin oikeuden mukaisten velvollisuuksiensa noudattamiseksi, johon voi kuulua esimerkiksi jostain käytännöstä luopuminen. ESMA:n toimivaltuudet eivät kuitenkaan saa rajoittaa komission SEUT 258 artiklan mukaista toimivaltaa.

Kohdan 5 perusteella edellä mainitut päätökset ovat ensisijaisia toimivaltaisten viranomaisten samasta asiasta mahdollisesti tekemiin aiempiin päätöksiin nähden. Toimien, joita toimivaltaiset viranomaiset toteuttavat ESMA:n päätösten soveltamisalaan kuuluvien tosiseikkojen osalta on oltava näiden päätösten mukaisia. ESMA:n puheenjohtajan tulee selvittää kohdan 6 perusteella 50(2) artiklan mukaisessa kertomuksessaan toimivaltaisten viranomaisten erimielisyyksien luonne ja tyyppi, aikaansaadut sopimukset ja näiden erimielisyyksien ratkaisemiseksi tehdyt päätökset.

5 EUROOPAN ARVOPAPERIMARKKINAVIRANOMAISEN TOTEUTAMA FINANSSIVALVONNAN OHJAUS

5.1 Ohjaus Euroopan finanssivalvontajärjestelmässä

5.1.1 Oikeudellinen ohjaus

Vaikka kansalliset toimivaltaiset viranomaiset ovat edelleen Euroopan finanssivalvontajärjestelmän luomisesta huolimatta pääosin vastuussa omien kansallisten markkinoidensa valvonnasta, voidaan taustalla kuitenkin nähdä enenevässä määrin Euroopan valvontaviranomaisten toteuttamaa kansallisten valvojien ohjausta. Ohjauksella ESMA ja muut Euroopan valvontaviranomaiset tavoittelevat valvonnan lähentämistä kansallisten valvojien välillä ja sääntelyn harmonisointia finanssimarkkinoilla. Kehityskulkuun on vaikuttanut EU:n virastoitumiskehitys, jonka johdosta entistä enemmän sääntelyä esimerkiksi juuri finanssimarkkinoiden tapauksessa on siirtynyt perinteisestä parlamentaarisesta sääntelyjärjestelmästä EU:n virastoille, kuten ESMA:lle. Tämän myötä virastot ovat ankkuroituneet entistä keskeisempään rooliin EU-sääntelyssä.

Tarkoituksena ohjauksella on turvata toimiva, tehokas ja yhdenmukainen valvonta jokaisessa eri jäsenvaltiossa ja niiden kansallisten valvontaviranomaisten toiminnassa. Ohjauksella pyritään siten edesauttamaan kansallisia valvojia saavuttamaan finanssimarkkinoiden valvonnalle asetetut tavoitteet esimerkiksi markkinoiden toiminnan tehokkuuden, vakauden sekä sijoittajansuojan varmistamiseksi. Yhteisen sääntökirjan luomisella puolestaan pyritään luomaan tasapuoliset olosuhteet unionin finanssimarkkinoille. Ohjausta voidaan nähdä toteutettavan ESMA:n ja Finanssivalvonnan välillä monien eri keinojen muodossa, jotka kuitenkin poikkeavat oikeudelliselta velvoittavuudeltaan toisistaan. Ohjauskeinot voidaankin näin ollen jakaa velvoittavaan sääntelyyn ja hallinnollisiin päätöksiin sekä pehmeämpiin soft law -ohjauskeinoihin.

Traditionaalisesti tarkasteltuna oikeudellisen ohjauksen ytimessä on sääntely. Esimerkiksi Aarnion mukaan oikeusnormien tärkeimpiin tehtäviin lukeutuu niin viranomaisten kuin kansalaistenkin käyttäytymisen ohjaaminen. Normien luomat käyttäytymismallit muodostavat merkittävän motivaatiotekijän, joka käynnistää ja ohjaa toimintaa.¹⁶⁴ Oikeusnormien perusteella niiden kohteena oleville tahoille muodostuu oikeudellisesti sitovia oikeuksia ja velvollisuuksia, joiden tehosteena

¹⁶⁴ Aarnio 1989, s. 64.

voi toimia jokin sanktio. Varsinkin EU:ssa oikeudellisen sääntelyn merkitys on keskiössä ja tämä oikeudellisesti sitovien määräysten antamisen mahdollisuus toimii hyvänä esimerkkinä unionin ylikansallisesta luonteesta.¹⁶⁵ EU:n sääntelykompetenssi konkretisoituu SEUT 288 artiklassa, jonka mukaan unionin toimielimet voivat hyväksyä asetuksia, direktiivejä ja päätöksiä sekä antaa suosituksia ja lausuntoja. Artiklan mukaan asetukset, direktiivit ja päätökset ovat velvoittavia oikeudellisen sääntelyn muotoja, kun taas suositukset ja lausunnot eivät ole sitovia.¹⁶⁶

Ohjausta voidaan nähdä toteuttavan kuitenkin myös muilla keinoin, kuin perinteisen velvoittavan oikeudellisen sääntelyn avulla. Juuri esimerkiksi suositusten ja lausuntojen kaltaiset ohjausvälineet voidaankin pääsääntöisesti luokitella tällaisiin ns. ei-oikeudellisiin ohjausvälineisiin. Tämä lähtökohtaisesti oikeudellisesti sitomaton soft law -sääntely ohjaa tietynlaiseen toimintaan ja käyttäytymiseen synnyttämällä ei-oikeudellisia normeja ja motiiveja, kuten esimerkiksi moraalii- tai teknisiä normeja.¹⁶⁷

Soft law -sääntelyn lähtökohtainen oikeudellinen sitomattomuus ei kuitenkaan välttämättä tarkoita sitä, etteikö sillä voisi olla mitään oikeusvaikutuksia. Sillä voi nimittäin esimerkiksi olla tulkinnallista vaikutusta muiden säädösten soveltamisessa tai siihen voi sisältyä tosiasiallisesti ohjaavaa informaatiota¹⁶⁸. Usein soft law -sääntelyllä todetaankin olevan sen pääasiallisesta velvoittamattomuudesta huolimatta tosiasiallista vaikutusta¹⁶⁹. Soft law -sääntelyn juridisen sitovuuden luonne ei määräydy yleensä siten yksiselitteisesti ja kapeasti katsottuna sen otsikon, vaan sen sisällön perusteella, joka määrittelee kyseisen instrumentin tarkoituksen. Soft law -sääntelyn taustalla voidaan usein nähdä olevan tarve säätää jostain yleisestä sääntelytavoitteesta tarkemmin ja joustavammin, kuin on mahdollista esimerkiksi asetuksessa tai muussa lainsäätämisyjärjestyksessä hyväksytyssä puitesääntelyssä.¹⁷⁰

¹⁶⁵ Wacker 2009, s. 5.

¹⁶⁶ Vaikka säännöksessä nimenomaisesti viitataan ainoastaan unionin toimielimiin, on kuitenkin selkeää, että säännös koskee myös EU:n perustaman viraston, kuten ESMA:n antamia suosituksia ja lausuntoja. Ohjeet voidaan tässä yhteydessä rinnastaa suosituksiin, ks. HE 46/2016, s. 87. ESMA voi kuitenkin tietyissä tapauksissa antaa myös sitovia päätöksiä.

¹⁶⁷ Wacker 2009, s. 6.

¹⁶⁸ Mäenpää 2011, s. 49.

¹⁶⁹ Marjosola 2014b, s. 355.

¹⁷⁰ Raitio 2016, s. 206.

Oikeuskäytännöstä soft law -sääntelyn ja sen sitovuuden kohdalla nousee erityisesti esiin Euroopan yhteisöjen tuomioistuimen Grimaldi -tapaus¹⁷¹. Tapauksessa oli kyse komission antaman suosituksen oikeusvaikutuksen tulkinnasta. Tuomioistuimen perustamissopimuksen tulkinnan perusteella toimielinten antamat suositukset eivät lähtökohtaisesti ole sitovia. Ratkaisun mukaan komission suosituksella ei sellaisenaan luoda yksityiselle oikeussubjektille oikeuksia, joihin ne voisivat vedota kansallisissa tuomioistuimissa. Suositukset tulisi kansallisten tuomioistuinten kuitenkin ottaa huomioon niiden ratkaistessaan niiden käsiteltäväksi saatettuja asioita. Tämä olisi erityisesti otettava huomioon silloin, kun suositukset selventävät muiden kansallisten tai yhteisön säännösten tulkintaa.

Ratkaisussaan tuomioistuin siten tiedosti, ettei soft law -sääntelyn lähtökohtainen sitomattomuus ole yhtä kuin se, ettei sillä olisi lainkaan oikeusvaikutuksia¹⁷². Tuomioistuimen varovaisen positiiivisen asenteen soft law -sääntelyn käyttöä kohtaan vuosien saatossa voidaan nähdä vaikuttaneen sen määrän lisääntymiseen EU-sääntelyssä sekä osaltaan myös ankkuroinut soft law -sääntelyn olennaiseksi osaksi Euroopan unionin oikeusjärjestystä (acquis communautaire)¹⁷³. Viime aikoina soft law -sääntelyn kentällä erityisesti EU:n virastojen asema on muodostunut keskeiseksi¹⁷⁴. Tästä hyvänä esimerkkinä ovat finanssimarkkinoiden osalta juuri ESMA:n ja muiden Euroopan valvontaviranomaisten Lamfalussy-prosessin kolmannella tasolla enenevässä määrin antamat soft law -instrumentit.

5.1.2 ESMA:n ja Finanssivalvonnan välinen suhde

Viranomaistoiminnassa ohjaus liitetään yleensä ylemmän ja alemman hallintoelimen väliseen suhteeseen. Tähän ohjaussuhteeseen liittyy myös usein jonkinlainen toiminnan valvonta. Ohjaussuhteessa ylemmällä elimellä on mahdollisuus antaa alemmalle viranomaiselle sen päätöksenteon suuntaviivojen ja käytettävien menettelyjen tueksi esimerkiksi erilaisia määräyksiä ja ohjeita. Ohjaus on siten sisällöltään yleisluonteista, kohdistuen alemman viranomaisen toiminnan puitteisiin.

¹⁷¹ Asia C-322/88 Salvatore Grimaldi v. Fonds des maladies professionnelles, tuomio 13.12.1989.

¹⁷² Leino 2017, s. 234.

¹⁷³ Korkea-aho 2009, s. 162.

¹⁷⁴ Korkea-aho 2018, s. 471.

Valvonta voi puolestaan kohdistua esimerkiksi alemman viranomaisen toiminnan lainmukaisuuteen. Tällaisessa ohjaus- ja valvontasuhteessa viranomaisten välinen suhde on hyvin hierarkkinen.¹⁷⁵ Ohjausta voidaankin siten lopulta kutsua johdon ja valvonnan muodostamaksi kokonaisuudeksi¹⁷⁶.

Jäsenvaltion institutionaalista autonomiasta johtuu kuitenkin se, etteivät kansalliset viranomaiset ja hallinto ole EU:n toimielimiä kohtaan suorassa alaisuussuhteessa. Jäsenvaltioiden institutionaaliseen itsenäisyyteen kuuluu myös olennaisena elementtinä se, että ne voivat toteuttaa EU-oikeuden mukaiset velvoitteensa valitsemallaan tavalla. Tämän perusteella jäsenvaltiot voivat esimerkiksi organisoida hallintonsa ja viranomaiskoneistonsa parhaaksi katsomallaan tavalla unionin oikeuden velvoitteidensa toteuttamiseksi. Edellytyksenä jäsenvaltioiden institutionaalille autonomialle ovat kuitenkin esimerkiksi EU-oikeuden tehokkaan toteuttamisen vaatimuksen sekä vilpittömän yhteistyön periaatteen noudattaminen.¹⁷⁷

EU:n viraston asemassa toimivan ESMA:n ja kansallisen valvontaviranomaisen Finanssivalvonnan välinen suhde kuitenkin poikkeaa hiukan edellä esitetyistä ohjaussuhteiden määritelmistä, jotka liittyvät erityisesti kansallisen hallinnon alaisuussuhteisiin tai EU:n toimielinten ja jäsenvaltioiden väliseen suhteeseen. ESMA ja Fiva molemmat kuuluvat olennaisena osana Euroopan finanssivalvontajärjestelmään, jossa kuitenkin valvontatehtävät on jätetty edelleen pääosin kansallisten viranomaisten vastuulle, johtuen muun muassa subsidiariteettiperiaatteen asettamista vaatimuksista. Sitä valvontatoiminnassaan kansalliset viranomaiset, kuten Suomessa Finanssivalvonta, ovat lähtökohtaisesti itsenäisiä valvojia, jotka kuuluvat osaksi isäntämaidensa hallinnollista organisaatiota¹⁷⁸.

Finanssivalvonnan toiminnan itsenäisyydestä kansallisten markkinoiden valvojana Euroopan finanssivalvontajärjestelmässä johtuen sen ei nähdä suoranaisesti, ainakaan perinteisessä mielessä, olevan alaisuussuhteessa ESMA:an nähden. Vaikka ESMA:n ja Fivan välillä ei nähdä perinteiseen ylemmän ja alemman viranomaisen väliseen ohjaussuhteeseen verrattavaa suhdetta, on kuitenkin jonkinlaisen ohjaussuhteen olemassaolo toimijoiden välillä ilmeinen useissa tapauksissa. ESMA:n lisääntyvät aktiviteetit esimerkiksi valvonnan lähentämisessä voivat vahvistaa sen vaikutusta kansallisten valvojien toiminnassa ja täten ESMA:n ja kansallisten valvojien välisestä suhteesta voi

¹⁷⁵ Mäenpää 2017, s. 238–239.

¹⁷⁶ Myllymäki 2007, s. 129.

¹⁷⁷ Mäenpää 2011, s. 212–213.

¹⁷⁸ Van Cleynenbreugel 2012, s. 244.

tulla vertikaalisempi, jossa ESMA on tosiasiallisesti hierarkkisesti ylempi kansallisten valvonta-toimien valvoja¹⁷⁹.

ESMA:n tarkkaa asemaa Euroopan finanssivalvontajärjestelmässä on kuitenkin hankala määritellä tarkasti. Joissain tapauksissa ESMA:n ja kansallisten valvojien välinen suhde voidaan tosiaan nähdä melko hierarkkiseksi, joista esimerkkeinä toimivat ESMA:n väliintulotoimivaltuudet, joissa ESMA:lla on mahdollisuus osoittaa suoraan yksittäisiä sitovia päätöksiä kansallisille toimivaltai-sille viranomaisille. Toisaalta taas joiltain osin ESMA asettuu kansallisten valvojien tasolle ns. vertaisvalvojana, jolla on kansallisten valvojien toimivaltuuksiin verrattavia suoria ja itsenäisiä valvontavaltuuksia esimerkiksi luottoluokittajien tapauksessa. Ehkäpä keskeisimpänä määritel-mänä ESMA:n asemaa Euroopan finanssivalvontajärjestelmässä kuvaa kuitenkin tietynlaisena val-vonnan keskiönä toimiminen suhteessa kansallisiin valvojiin nähden, joka tarkoittaa esimerkiksi valvojien toiminnan koordinoitua, tietojen jakamista, parhaiden käytäntöjen kehittämistä ja vas-taamista järjestelmän kokonaisvaltaisen toiminnan valvonnasta. ESMA:n nähdään siis tavallaan ”leijuvan” tapauskohtaisesti joko kansallisten valvojien yläpuolella tai vierellä. ESMA voitaisiin-kin loppujen lopuksi määritellä niin sanotuksi valvojien valvojaksi tai järjestelmävalvojaksi, joka vastaa valvonnan laadusta, johdonmukaisuudesta ja tehokkuudesta unionissa, mutta sen lopullinen tarkka asema Euroopan finanssivalvontajärjestelmässä on kuitenkin jossain määrin epäselvä.¹⁸⁰

ESMA on itse määritellyt roolinsa suhteessa kansallisiin valvojiin muodostuvan neljästä erilaisesta roolista tai persoonasta, jotka ovat fasilitaattori, koordinaattori, valmentaja ja poliisi. Näissä roo-leissa se pyrkii erityisesti edistämään valvonnan lähentymistä ja sääntelyn harmonisointia finans-simarkkinoilla. ESMA:n mukaan valvonnan lähentymistä voidaan saavuttaa ainoastaan läheisessä yhteistyössä kansallisten valvojien kanssa, jonka vuoksi ESMA pyrkii saavuttamaan paremman ymmärryksen esimerkiksi kansallisista markkinoista ja kansallisten valvojien toimintatavoista. Tätä tietoa ESMA hyödyntää muun muassa valvonnan lähentämiskeinojen suunnittelussa, jossa toimia voidaan räätälöidä erityisesti ottaen huomioon joidenkin tiettyjen valvojien tarpeet. ESMA:n käyttämät valvonnan lähentämistyökalut vaihtelevat sen eri roolien välillä, mutta sen tar-

¹⁷⁹ Moloney 2018, s. 172.

¹⁸⁰ Moloney 2014, s. 973. ESMA:n ohjausvaltuudet kansallisia valvojia kohtaan voidaan näiden Moloneyn jaottelujen perusteella sijoittaa jonnekin hierarkkisen ohjaussuhteen ja valvonnan keskiönä ja koordinaattorina toimimisen väli-maastoon, sillä ohjauksessa on elementtejä näistä molemmista.

koituksena on kuitenkin vankistaa ja kehittää näitä jo sillä käytettävissä olevia valvonnan lähentämisen työkaluja entisestään.¹⁸¹ Yhteisen sääntökirjan luominen EU:n finanssimarkkinoiden sääntelyssä puolestaan tukee yhteisten valvontakäytäntöjen muodostumista ja siten valvonnan lähentymistä kansallisten valvojien välillä.

Ensimmäisessä roolissaan fasilitaattorina ESMA pyrkii auttamaan kansallisia valvojia ratkaisemaan yhteisiä haasteita edistämällä yhteistyötä, sillä ESMA:lla on laaja yleiskuva näistä finanssimarkkinoiden valvonnan haasteista. Koordinaattorina ESMA taas tunnistaa yhteisiä prioriteetteja ja alueita, joissa yhteisellä toiminnalla voidaan saavuttaa hyötyjä. Sopivissa tilanteissa ESMA lisäksi johtaa tällaisten tehtävien toteuttamista. Valmentajan roolissa ESMA puolestaan tarjoaa kansallisille valvojille tarvittaessa lisätukea tiettyjen asioiden kohdalla. Tämän roolin uskottavan hoitamisen vuoksi ESMA:lla tulee olla riittävä valvonnallinen asiantuntemus, jotta se voi avustaa kansallisia valvojia. Viimeisenä ESMA:n roolina on vielä sen poliisin rooli. Tätä roolia se toteuttaa tietyissä erityisen tärkeissä tilanteissa, joissa valvonnan lähentymistä olisi saavutettava, ettei kyseessä oleva toiminta aiheuttaisi haittoja markkinoiden toimijoille tai jäsenvaltioille.¹⁸²

ESMA:n itsensä määrittelemät roolit fasilitaattorina, koordinaattorina, valmentajana ja poliisina kuvastavat hyvin sen toimintatapojen valikoimaa esimerkiksi kansallisten valvojien toiminnan tukemisen, tuuppaamisen, ohjaamisen ja suuntaamisen osalta. Näissä rooleissaan ja tehtävissään se pyrkii edesauttamaan valvonnan lähentymistä ja sääntelyn harmonisointia finanssimarkkinoilla.¹⁸³

ESMA:n fasilitaattorin ja koordinaattorin roolit ilmenevät esimerkiksi toimivaltaisten viranomaisien välisen toiminnan yhteensovittamisena yhdenmukaisen valvonnan varmistamiseksi. Tämä toiminnan yhteensovitus yleensä liittyy erityisesti tietojenvaihtoon kansallisten toimivaltaisten viranomaisten välillä.¹⁸⁴ Fasilitaattorin ja koordinaattorin roolit eroavat siinä mielessä ESMA:n jäljempänä käsiteltävistä rooleista valmentajana ja poliisina, sillä ohjausta ei nähdä fasilitaattorin ja koordinaattorin rooleissa toteutettavan suoranaisesti sääntelyinstrumenttien muodossa, vaan enemmän

¹⁸¹ ESMA Strategic Orientation 2016–2020, s. 13–14. ESMA:n tavoitteet valvonnan lähentämisestä kuvastavat hyvin sen kunnianhimoista ja ekspansiivista pyrkimystä valtuuksiensa kasvattamiseen, jotka tosin voivat hyvinkin ainakin osittain realisoitua tulevissa Euroopan finanssivalvontajärjestelmää koskevissa uudistuksissa.

¹⁸² ESMA Strategic Orientation 2016–2020, s. 14.

¹⁸³ Moloney 2018, s. 191.

¹⁸⁴ Moloney 2018, s. 202.

epävirallisemmän toiminnan yhteensovittamisen ja juuri esimerkiksi tietojenvaihdon edistämisen kautta¹⁸⁵.

ESMA:n rooli kansallisiin valvojiin nähden valmentajana nähdään erityisen merkittävänä ohjauksen näkökulmasta tarkasteltuna. ESMA:n lisääntyvät kansallisiin valvojiin kohdistuvat ohjauskeinot muodostavat kokonaisuudessaan laajan valvonnan käsikirjan, jonka ytimessä ovat erityisesti ohjeet ja suositukset, lausunnot, kysymykset ja vastaukset -asiakirjat, sekä muut kansallisille valvojiille suunnatut soft law -ohjauskeinot¹⁸⁶. Soft law -keinojen avulla ESMA:n toteuttamaa kansallisten valvojen ohjausta voidaan kutsua esimerkiksi tuuppaamiseksi (*nudging*)¹⁸⁷, jonka tarkoituksena on vaikuttaa kansallisten valvojen suorittamaan valvontaan, ohjaamalla niitä tiettyyn ESMA:n toivomaan ja tavoittelemaan suuntaan.

Nämä kansallisten valvojen tuuppaamiseksi määriteltävät ohjauskeinot ovat yleensä enemmän valvojen operatiiviseen toimintaan keskittyviä. Niiden ohjaavaa luonnetta voi kuitenkin korostaa se seikka, että niillä välillä myös jopa suoraan pyritään vaikuttamaan siihen, kuinka kansallisten valvojen tulisi suorittaa kyseiset valvontatehtävänsä. Ohjauskeinojen ajoittainen käytännölläheisyys ja yksityiskohtaisuus väistämättä muovaakin kansallisten valvojen päätöksentekoa niiden suorittamassa valvonnassa. ESMA:n rooli valmentajana voi muuttua ja porautua syvemmälle kansallisten valvojen toimintaan esimerkiksi tulevien Euroopan finanssivalvontajärjestelmää koskevien uudistusten yhteydessä.¹⁸⁸

ESMA:n roolin poliisina voidaan nähdä konkretisoituvan puolestaan esimerkiksi sen toimivaltuuksissa kansallisia valvojia kohtaan unionin oikeuden rikkomisen puuttumiseen liittyvissä tapauksissa, kriisitilanteissa tai kansallisten valvojen erimielisyystilanteiden ratkaisemisessa. Nämä vahvat toimivaltuudet poikkeavat selkeästi ESMA:n pääosin pehmeistä ohjauskeinoista valmentajan roolissa. Poliisin tehtävissä ESMA:lla on näet valtuudet osoittaa suoraan yksittäisiä päätöksiä joko

¹⁸⁵ Tästä esimerkkinä toimii ESMA-asetuksen 21 artiklan mukaiset esimerkiksi ylikansallisten finanssiryhmien valvontaa varten perustetut valvontakollegiot, joiden yhdenmukaista ja tehokasta toimintaa ESMA edistää mm. keräämällä ja jakamalla tietoja toimivaltaisten viranomaisten välillä. Lisäksi 31 artiklassa ESMA:lle on säädetty yleisemmällä tasolla valvojen toiminnan yhteensovittamista koskevia tehtäviä, jotka liittyvät juuri etenkin tietojenvaihtoon.

¹⁸⁶ Myös ESMA:n laatimat luonnokset teknisiksi sääntely- ja täytäntöönpanostandardeiksi voidaan lukea osaksi tätä sääntelykokonaisuutta. Ne tosin ovat eri tavoin velvoittavia soft law -sääntelyyn verrattuna, sillä standardit hyväksytään asetuksina tai päätöksinä.

¹⁸⁷ Käsite on syntynyt alun perin taloustieteen piirissä ja siinä yhteydessä sillä tarkoitetaan ihmisten auttamista ohjaamisen avulla, jotta he voisivat tehdä itsensä kannalta parempia päätöksiä, kuitenkin puuttumatta heidän tosiasialliseen valinnanvapauteensa, ks. Thaler – Sunstein 2008.

¹⁸⁸ Moloney 2018, s. 209–210.

kansallisille valvojille tai jopa lopulta suoraan finanssimarkkinoiden toimijoille. ESMA:n poliisin rooli korostaa sen merkitystä finanssimarkkinoilla eräänlaisena unionin oikeuden ”vahtikoirana”, joka myös tarvittaessa ratkaisee, poliisin tavoin, riitelevien osapuolten erimielisyyksiä. Sen merkittäviä kriisitoimivaltuuksia voidaan puolestaan verrata osittain poliisin voimankäyttövaltuuksiin, joita voidaan käyttää vain rajoitetuissa ja poikkeuksellisissa tapauksissa.¹⁸⁹

Ohjaussuhteessa ESMA:n ja Fivan välillä ohjauskeinot liittyvät siis pääosin valvonnan lähentämiseen ja valvontakäytäntöjen yhdenmukaistamiseen eri maiden valvojien välillä. Keskiössä ovat myös ESMA:n tavoitteet sääntelyn harmonisoinnin ja yhteisen sääntökirjan luomisen osalta. ESMA voi toimivaltuuksiensa puitteissa kohdistaa Fivaan ja sen suorittamaan valvontatoimintaan oikeudelliselta velvoittavuudeltaan eritasoista ohjausta esimerkiksi velvoittavan sääntelyn ja päätösten sekä pehmeämpien ohjauskeinojen, kuten ohjeiden ja suositusten, lausuntojen, kysymykset ja vastaukset -asiakirjojen sekä vertaisarviointien muodossa. Ohjauskeinot voidaankin näin ollen jakaa oikeudelliselta velvoittavuudeltaan kahteen eri luokkaan, joita kutsutaan jäljempänä *hard law* ja *soft law* -ohjauskeinoiksi.

5.2 Ohjauksen oikeudellinen velvoittavuus

5.2.1 *Hard law* -ohjauskeinot

ESMA:n käyttämiin *hard law*¹⁹⁰ -ohjauskeinoihin voidaan ensinnäkin lukea kuuluvan sen valmistelemaat luonnokset teknisiksi sääntely- ja täytäntöönpanostandardeiksi. Standardit ovat keskeinen ESMA:n väline Lamfalussy-prosessin 1-tason sääntelyä täydentävänä sääntelynä. Vaikkakaan

¹⁸⁹ ESMA:n suorittamat kansallisten valvojien vertaisarviointit nähdään taas sijoittuvan jonnekin ESMA:n valmentajan ja poliisin roolien välimaastoon. Vertaisarvioinneilla ESMA arvioi kansallisten valvojien suoriutumista niiden tehtävissään ja osaltaan kannustaa niiden avulla valvojia parempiin suorituksiin tulevaisuudessa vertaamalla valvojia toisiinsa. Se myös toimii yleisempänä kansallisten finanssimarkkinoiden sääntelyn tilan tarkkailun työkaluna, joka rinnastuu jossain määrin unionin oikeuden ”vahtikoirana” toimimiseen. Vertaisarviointeihin ei kuitenkaan sisälly samoin tavoin velvoittavien päätösten antamisen mahdollisuutta ja ”voimakeinojen” käyttöä kuin unionin oikeuden rikkomistapauksissa, kriisitilanteissa tai valvojien erimielisyyksien ratkaisemissa. Vertaisarviointien perusteella ESMA kuitenkin tunnistaa tarpeita ohjeiden tai suositusten antamiseen tai teknisten standardien luonnosten laatimiseen, joten ne toisaalta osittain liittyvät läheisesti ESMA:n normintaan.

¹⁹⁰ *Hard law*:lla tässä yhteydessä tarkoitetaan perinteistä ”kovaa” oikeutta, joka muodostaa sitovia vaikutuksia tai velvollisuuksia sen kohdetahoille. Tästä erotetaan omaksi kategoriakseen pehmeämpi ja lähtökohtaisesti sitomaton *soft law* -sääntely, jolla voi kuitenkin tosin jossain tapauksissa olla niin sanottua tosiasiallista sitovuutta tai vaikutusta.

ESMA ei suoraan lopullisesti näitä ESMA-asetuksen 10 ja 15 artiklojen mukaisia säädöksiä annakaan, on sen rooli näiden valmistelussa kuitenkin todettava merkittäväksi. Tämä johtuu siitä, että vaikka komissio lopulta hyväksyy nämä standardit, lähtökohtaisesti ei komission enää tulisi muuttaa ESMA:n valmistelema luonnoksia standardeiksi. Standardit hyväksytään pääsääntöisesti siis sellaisina, joina ESMA on ne valmistellut, mikä korostaakin sen keskeistä funktiota standardien laatimisessa.

Komissio antaa tekniset sääntelystandardit SEUT 290 artiklan mukaisilla delegoiduilla säädöksillä säädösvallan siirron nojalla ja tekniset täytäntöönpanostandardit SEUT 291 artiklan mukaisilla täytäntöönpanosäädöksillä. Tekniset sääntelystandardit hyväksytään lopulta ESMA-asetuksen 10(4) artiklan mukaan asetuksilla tai päätöksillä ja samoin täytäntöönpanostandardit 15(4) artiklan mukaisesti asetuksilla tai päätöksillä¹⁹¹.

Teknisissä standardeissa yleensä asetetaan sekä kansallisille valvojille että markkinoiden toimijoille velvollisuuksia, mutta joissain tapauksissa ne voivat selkeästi olla suunnattu suoraan kansallisille valvojille¹⁹². Etenkin tällaisten standardien ohjaava vaikutus kansallisten valvojen toiminnassa onkin tämän myötä ilmeinen, sillä ne muovaavat kansallisten valvojen operatiivista ja valvontatoimiin liittyvää päätöksentekoa.

Standardien oikeudellinen sitovuus Finanssivalvontaa tai markkinoiden toimijoita kohtaan on melko yksiselitteinen ja sen perusteet ilmenevät SEUT 288 artiklasta. Sen 2 kohdan mukaan ensinäkin asetus pätee yleisesti ja on kaikilta osiltaan velvoittava sekä sitä sovelletaan sellaisenaan kaikissa jäsenvaltioissa. 4 kohdan mukaan myös päätös on kaikilta osiltaan velvoittava. Jos siinä nimetään ne, joille se on osoitettu, se velvoittaa ainoastaan niitä. Asetuksena annettavien standardien sitovuuden piiri on siis yleensä laajempi kuin päätösten, jotka voivat olla tapauskohtaisesti

¹⁹¹ Tämän kohdalla täytyy kuitenkin todeta, että kaikki noin 200 ESMA:n valmistelemaa teknisten standardien luonnosta on lopulta hyväksytty komission delegoituna asetuksena tai täytäntöönpanoasetuksena, joten päätöksillä ei tässä yhteydessä ole ollut merkitystä, ks. ESMA technical standards overview 22.3.2019.

¹⁹² Ks. suoraan kansallisille valvojille osoitetusta standardista esim. Komission delegoitu asetus (EU) 2018/1642 Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) 2016/1011 täydentämisestä niiden perusteiden täsmentämistä koskevilla teknisillä sääntelystandardeilla, jotka toimivaltaisten viranomaisten on otettava huomioon arvioidessaan, onko merkittävien vertailuarvojen hallinnoijien sovellettava tiettyjä vaatimuksia.

osoitettuja ainoastaan joillekin kohdetahoille. Teknisten standardien kohdalla kuitenkin tulee huomioida se, että niiden lopullinen oikeudellinen sitovuus kuitenkin saavutetaan vasta komission hyväksynnän jälkeen¹⁹³.

Teknisten standardien luonnosten valmisteluun osallistumisen lisäksi toisen osan ESMA:n hard law -ohjauskeinoista muodostavat tilanteet, joissa se voi antaa yksittäisiä ja sitovia päätöksiä joko kansallisille toimivaltaisille viranomaisille tai tapauskohtaisesti ajaa jopa niiden ylitse ja osoittaa päätöksiä suoraan markkinoiden toimijoille. Nämä eroavat teknisistä standardeista siinä mielessä, sillä päätösten osalta ESMA:n on nimenomaisessa vastuussa niiden antamisesta eikä ainoastaan osallistu niiden valmisteluun. Näitä tarkkaan määritellyissä tilanteissa ESMA:n käytössä olevia toimivaltuuksia kutsutaan yleisesti väliintulotoimivaltuuksiksi, joilla se voi puuttua voimakkaasti kansallisten valvojen toimintaan¹⁹⁴. EU:n virastoitumiskehityksen kannalta huomionarvoista on se, ettei muilla virastoilla ennen Euroopan valvontaviranomaisten perustamista ollut vastaavia sitovien päätösten antamiseen mahdollistavia toimivaltuuksia¹⁹⁵.

ESMA:n sitovien päätösten antamisen mahdollisuus sisältyy ESMA-asetuksen 17–19 artiklojen mukaisiin tilanteisiin. Päätökset ovat nimenomaisesti oikeudellisesti velvoittavia instrumentteja SEUT 288(4) artiklan mukaisesti. Päätös voi artiklojen 17–19 mukaisissa tilanteissa olla osoitettu joko kansalliselle toimivaltaiselle viranomaiselle tai finanssimarkkinoiden toimijalle. Päätös velvoittaa ainoastaan sitä, jolle se on osoitettu. Päätösten sitovuuden piiri ei siten yleensä ole yhtä laaja kuin esimerkiksi laajemmalle joukolle osoitettujen asetusten.

Nimenomaisesti kansallisille valvojille ESMA voi osoittaa suoraan yksittäisen päätöksen ESMA-asetuksen kriisivaltuuksia koskevan 18 artiklan sekä valvojen erimielisyyksien ratkaisua koskevan 19 artiklan mukaisissa tilanteissa. Ensinnäkin kriisivaltuuksien nojalla ja epäsuotuisten muutosten käsittelemiseksi finanssimarkkinoilla ESMA voi tehdä 18(3) artiklan perusteella suoraan kansallisille toimivaltaisille viranomaisille osoitettuja yksittäisiä päätöksiä, joissa niitä vaaditaan toteuttamaan tarvittavat toimet näiden muutosten käsittelemiseksi. Kansallisten valvontaviranomaisten välisten erimielisyyksien ratkaisemiseksi rajat ylittävissä tilanteissa ESMA:n päätöksenantovaltuudet

¹⁹³ Schammo 2011, s. 1883.

¹⁹⁴ Schammo 2011, s. 1885.

¹⁹⁵ Busuioc 2013, s. 19.

puolestaan pohjautuvat 19(3) artiklaan. Sen mukaan ESMA voi tehdä vaikutuksiltaan kyseisiä toimivaltaisia viranomaisia sitovan päätöksen. Päätöksessä viranomaisia vaaditaan toteuttamaan tietty toimi tai pidättäytymään jostain toimista asian ratkaisemiseksi ja unionin oikeuden noudattamisen varmistamiseksi.

Jos kansalliset viranomaiset eivät noudata ESMA:n 18(3) ja 19(3) artiklojen nojalla annettuja päätöksiä, voi ESMA osoittaa tämän jälkeen suoraan yksittäisen päätöksen finanssimarkkinoiden toimijoille 18(4) ja 19(4) artiklojen perusteella, jos asiaankuuluvat vaatimukset ovat niihin suoraan sovellettavissa. Päätöksessä toimijoita vaaditaan toteuttamaan tarvittavat toimet kyseisen lainsäädännön mukaisten velvollisuuksiensa noudattamiseksi. Finanssimarkkinoiden toimijalle ESMA voi osoittaa päätöksen myös 17(6) artiklan mukaisissa unionin oikeuden rikkomistilanteissa, jos toimivaltainen viranomainen ei noudata 4 kohdan mukaista komission virallista lausuntoa. Tämän edellytyksenä on kuitenkin lisäksi vaatimusten suoraan soveltamisen mahdollisuus finanssimarkkinoiden toimijaan. Päätöksessä toimijaa vaaditaan toteuttamaan tarvittavat toimet unionin oikeuden mukaisten velvollisuuksiensa noudattamiseksi.

ESMA voi unionin oikeuden rikkomistilanteissa antaa kansallisille valvojille ainoastaan suosituksia 3 kohdan perusteella, mutta päätöksiä se voi näissä ESMA-asetuksen 17 artiklan mukaisissa tapauksissa osoittaa ainoastaan markkinoiden toimijoille. Komissio puolestaan antaa virallisen lausunnon kansalliselle valvojalle, jos se ei ole toiminut unionin oikeuden noudattamiseen kehottavan ESMA:n antaman suosituksen mukaisesti. 17 artiklan tapauksessa kansallisiin valvojiin kohdistuvat keinot ovat siis ensi sijassa soft law -tyyppisiä, sillä kyseeseen tulevat suositukset ja lausunnot eivät ole sitovia SEUT 288(5) artiklan perusteella.

Sitovien päätösten kohdistaminen 17 artiklan mukaisissa tilanteissa ainoastaan markkinoiden toimijoihin eikä toimivaltaisiin viranomaisiin nähdään melko erikoisena ottaen huomioon erityisesti ESMA:n valtuudet päätösten osoittamiseen kansallisille valvojille muihin väliintulotoimivaltuuksiin lukeutuvissa 18 ja 19 artiklojen mukaisissa tilanteissa¹⁹⁶. Toisaalta taas 17(7) artiklan mukaan

¹⁹⁶ Tämä saattaa toisaalta olla tarpeellinen rajoitus johtuen komission SEUT 258 artiklan mukaisista menettelyistä jäsenvaltioita kohtaan ja sen tarkoituksenmukaisesta toteuttamisesta. Artiklan mukaisin toimivaltuuksin komissio valvoo jäsenvaltioiden unionin oikeuden noudattamista, antaa jäsenvaltioille lausuntoja ja tarvittaessa voi jopa nostaa kanteen jäsenvaltiota vastaan Euroopan unionin tuomioistuimessa, jos jäsenvaltio ei noudata sen antamaa lausuntoa. Komissio olisi siis ESMA:n sijaan tässä yhteydessä se taho, joka mahdollisesti puuttuisi kovilla keinoilla asiaan, jos jäsenvaltion viranomaisista esimerkiksi juuri finanssimarkkinoiden valvontaviranomainen ei noudattaisi asiaankuuluvaa EU-sääntelyä lausunnoista ja suosituksista huolimatta. Kanne nostetaan kuitenkin aina jäsenvaltiota vastaan eikä nimenomaisesti valvontaviranomaista.

kansallisten toimivaltaisten viranomaisten olisi noudatettava myös 6 kohdan nojalla finanssimarkkinoiden toimijoille annettuja päätöksiä, kun ne toteuttavat päätösten mukaisten kysymysten osalta toimia. ESMA myös ilmoittaa 8 kohdan mukaan 43(3) artiklan mukaisessa vuosikertomuksessaan, mitkä toimivaltaiset viranomaiset eivät ole noudattaneet sen finanssimarkkinoiden toimijoille osoitettuja päätöksiä. Tosiasiassa siis vaikka päätökset eivät nimenomaisesti ole osoitettuja kansallisille valvojille, on päätösten vaikutus niiden toimintaan kuitenkin joka tapauksessa merkittävä. Päätösten noudattamista ja niiden mukaan toimimista varmasti myös edesauttaa se, etteivät kansalliset valvojat halua saada huonoa mainetta päätösten noudattamatta jättämisestä, sillä vuosikertomus julkaistaan.

ESMA:n väliintulotoimivaltuuksista 17–19 artiklojen osalta täytyy kaiken kaikkiaan huomioida niiden merkittävyys, vaikkakin ne ovat vasta viimeinen ja kovaotteisin keino sen laajassa toimivaltuuksien valikoimassa¹⁹⁷. ESMA voi näiden valtuuksien nojalla vaikuttaa suoraan kansallisten valvojien toimintaan esimerkiksi siten, että se vaatii päätöksessään kansallista valvojaa tietynlaisen toimen toteuttamiseen tai tietynlaisesta toimesta pidättäytymiseen. Sitovien päätösten antaminen väistämättä ohjaa kansallisten valvojien toimintaa niiden suorittamissa valvontatehtävissä, sillä niiden tulee näitä päätöksiä noudattaa. ESMA voi myös tarvittaessa jopa ajaa kansallisten toimivaltaisten viranomaisten yli ja osoittaa suoraan yksittäisiä päätöksiä finanssimarkkinoiden toimijoille. Tätä seikkaa korostaa myös ESMA:n antamien päätösten ensisijaisuus suhteessa mahdollisiin aiempiin kansallisten viranomaisten samasta asiasta antamiin päätöksiin nähden. Sitovien päätösten hierarkkinen ohjausluonne ESMA:n ja kansallisten valvojien välillä on siten ilmeinen.

5.2.2 Soft law -ohjauskeinot

ESMA:n käytettävissä olevien soft law -ohjauskeinojen joukko on huomattavan laaja. Näiden instrumenttien ohjaava vaikutus kansallisten toimivaltaisten viranomaisten toiminnassa nähdään monesti merkittäväksi, vaikka soft law -sääntelyllä ei olekaan samanlaista suoranaista velvoittavuutta kansallisten valvojien toiminnassa kuin esimerkiksi velvoittavilla asetuksilla ja päätöksillä. SEUT

¹⁹⁷ Sitovien yksittäisten päätösten antaminen esittäytyy ultima ratio -periaatteeseen verrattavana viimesijaisena keinona. Sen mukaisesti tällaisten päätösten antaminen on mahdollista vasta, kun kaikki muut pehmeämmät keinot on käytetty, ks. Van Cleyenbreugel 2012, s. 238–239.

288(5) artiklassa todetaankin, että suositukset ja lausunnot eivät ole sitovia, joskaan tilanne ei välttämättä kuitenkaan aina ole näin mustavalkoinen ja yksiselitteinen, sillä soft law -sääntelyllä voi olla myös tietyissä tapauksissa niin sanottua tosiasiallista sitovuutta tai vaikutusta. ESMA:n keinovalikoimaan kuuluu suositusten ja lausuntojen lisäksi myös paljon muitakin niihin verrattavia pehmeämmän sääntelyn ja ohjauksen keinoja. Lähtökohtaisesti kuitenkin nämä muutkin soft law -sääntelyn muodot ovat ei-velvoittavia SEUT 288(5) artiklan suosituksiin ja lausuntoihin verrattavia instrumentteja.¹⁹⁸

Vaikka soft law -instrumentit eivät ole yhtä vahvasti kansallisten valvojen toimintaan tunkeutuvia kuin ESMA:n vahvemmin velvoittavat ohjauskeinot, ovat pehmeämmät keinot kuitenkin tärkeitä valvonnan yhdenmukaistamisessa ja niiden myötä ESMA:n rooli muodostuu keskeiseksi kansallisten valvojen käytännön valvontatoiminnan muovaamisessa sekä tämän jälkikäteisessä arvioinnissa¹⁹⁹. Soft law -sääntelyllä on myös keskeinen tehtävä velvoittavien säädösten täydentäjänä ja ESMA:n pyrkimyksissä kohti yhteisen sääntökirjan luomista.

Perinteisen lainsäätämisyjärjestyksen ulkopuolella annettavan soft law -sääntelyn avulla ESMA pystyy ketterästi vaikuttamaan kansallisten valvojen toimintaan ja tätä myötä laajentamaan teknokraattista vaikutustaan niihin²⁰⁰. Varsinkin ohjeiden ja suositusten on nähty usein muodostavan eräänlaista tosiasiallista sitovuutta kansallisten valvojen toiminnassa niihin liittyvien noudattamista edesauttavien mekanismien ja menettelyiden vuoksi. Muihin soft law -ohjauskeinoihin ei lähtökohtaisesti liity vastaavanlaisia tosiasiallista sitovuutta luovia vaikutuksia ja tämän luomaa velvoittavuuden problematiikkaa. Seuraavaksi muut keskeisimmät soft law -ohjauskeinot käydään kuitenkin myös lyhyesti läpi niiden kautta ESMA:n kansallisiin valvojiin kohdistaman ohjauksen vuoksi.

¹⁹⁸ Soft law -sääntelyn ei-velvoittavasta luonteesta johtuen sen keskeisiä eroavaisuuksia velvoittavaan hard law -sääntelyyn on myös se, ettei näiden pehmeiden säädösten laillisuutta ole lähtökohtaisesti mahdollisuutta saattaa tuomioistuINVALVONTAAN. Euroopan unionin tuomioistuin ei nimittäin pääsääntöisesti ota suositusten ja lausuntojen kaltaisten säädösten laillisuutta tutkittavakseen SEUT 263 artiklan perusteella, sillä niillä ei ole tarkoitus tuottaa oikeusvaikutuksia suhteessa kolmansiin osapuoliin. Toki tuomioistuimen harkinta on oltava tapauskohtaista, sillä soft law -sääntelyn oikeusvaikutuksia luovaa luonnetta ei voida useinkaan yksiselitteisesti saada selville pelkästään sen otsikon perusteella, koska myös sen sisällöllä on olennainen vaikutus säädöksen oikeusvaikutusten tulkinnassa.

¹⁹⁹ Moloney 2014, s. 982.

²⁰⁰ Moloney 2018, s. 145.

Ensinnäkin ESMA:n soft law -ohjauskeinoihin voidaan lukea sen kansallisille toimivaltaisille viranomaisille antamat lausunnot (opinions). Tästä säädetään ESMA-asetuksen yhteistä valvontakulttuuria koskevassa 29 artiklassa ja sen (1)(a) kohdassa. Kansallisille valvojille antamalla lausunnoillaan ESMA pyrkii rakentamaan yhteistä unionin valvontakulttuuria ja yhtenäisiä valvontakäytäntöjä sekä varmistamaan yhdenmukaiset menettelyt ja yhtenäiset lähestymistavat koko unionissa. Lausunnoilla on tarkoituksena tuoda selkeyttä yhteisen sääntökirjan soveltamiseen tilanteissa, joissa ESMA on havainnut eroavaisuuksia säädösten soveltamisessa²⁰¹.

Lausunnot eivät ole soft law -sääntelynä kuitenkaan oikeudellisesti sitovia. Joka tapauksessa lausunnot tulisi nähdä kansallisille valvojille suunnattuina käytännönläheisinä työkaluina, joiden tarkoituksena on avustaa niitä niiden suorittamassa valvontatoiminnassaan ja tätä myötä lähentää valvontaa valvojen välillä²⁰². ESMA:lla on ollut tapana viime aikoina käyttää kansallisille valvojille annettavia lausuntoja hieman samaan tapaan ja samoissa yhteyksissä kuin sen antamia ohjeita ja suosituksia, mikä on johtanut lausuntojen roolin muuttumiseen kansallisten valvojen toiminnan tukemisesta enemmän niitä ohjaavaan suuntaan²⁰³. Lausuntoihin ei kuitenkaan sisälly samankaltaisia näennäisvelvoittavia vaikutuksia kuin ohjeisiin ja suosituksiin, mutta useimmiten kansalliset valvojat näitä joka tapauksessa melko uskollisesti noudattavat²⁰⁴.

Seuraavaksi ESMA:n soft law -keinoihin voidaan lukea sen kysymykset ja vastaukset -työkalu (Q&A). Tämän työkalun perusta on ESMA-asetuksen 29(2) artiklassa, jonka mukaan ESMA voi tarvittaessa kehittää uusia käytännön välineitä ja lähentämiskeinoja, joilla edistetään yhteisten lähestymistapojen ja käytäntöjen noudattamista valvonnassa. Työkalun avulla sidosryhmät voivat kysyä ESMA:lta kysymyksiä ja apua unionin finanssimarkkinoiden sääntelyn johdonmukaisessa ja tehokkaassa soveltamisessa. Kyseessä on siis ohjauskeino ESMA:n vastuualueella olevan sääntelyn soveltamisessa, jolla ohjataan sääntelyn soveltajia tulkitsemaan kyseistä säädöstä ESMA:n näkemysten ja tulkintojen mukaisesti. Mitä yhtenäisemmin kansalliset valvojat soveltavat yhteistä sääntökirjaa, sitä epätodennäköisempää on, että valvontakäytännöt eroavat valvojen välillä²⁰⁵.

²⁰¹ Moloney 2018, s. 153.

²⁰² Ks. esim. ESMA opinion: General principles to support supervisory convergence in the context of the United Kingdom withdrawing from the European Union, 31.5.2017 (ESMA42-110-433), s. 1. Esimerkiksi tässä brexitiin liittyvässä lausunnossaan kansallisille valvojille ESMA ohjaa niitä toimilupien myöntämisessä sekä unionin säädösten asianmukaisessa ja tehokkaassa valvonnassa, ks. s. 3–7.

²⁰³ Moloney 2018, s. 214.

²⁰⁴ Moloney 2018, s. 153.

²⁰⁵ Moloney 2018, s. 210.

Kysymykset ja vastaukset -asiakirjan sisältö voi olla suunnattu suoraan kansallisille valvojille²⁰⁶. Toki monesti myös markkinoiden toimijat voivat soveltaa ja hyödyntää ESMA:n vastauksia ja tulkintoja omassa toiminnassaan. Q&A -asiakirjat ovat ESMA:n mukaan soft law -sääntelynä ei-velvoittavaa oikeutta, mutta niiden soveltamista se kuitenkin tarkkailee ”täsmällisesti ja perusteellisesti” ottaen huomioon niiden merkittävän vaikutuksen tasapuolisten toimintaedellytysten luomisessa markkinoilla²⁰⁷. Myös kansallisella tasolla niiden velvoittavuus ollaan määritelty melko heikoksi²⁰⁸.

Myös ESMA-asetuksen 30 artiklan mukaiset toimivaltaisten viranomaisten vertaisarviointit luetaan osaksi ESMA:n soft law -keinovalikoimaa kansallisten valvojen ohjauksessa. Tässä tehtäväsään ESMA suorittaa ja järjestää kansallisten valvojen joidenkin tai kaikkien toimien vertaisarviointia valvontatuloksien johdonmukaisuuden edistämiseksi ja parhaiden valvontakäytäntöjen muodostamiseksi. Vertaisarvioinneilla ESMA tarkkailee esimerkiksi sitä, millä tavoin kansalliset valvojat ovat noudattaneet ja soveltaneet teknisten standardien määräyksiä sekä ohjeita ja suosituksia suorittamassaan valvontatoiminnassa. Vertaisarviointien perusteella ESMA myös tunnistaa uusia tarpeita ohjeiden ja suositusten antamiseen kansallisille valvojille sekä luonnosten laatimiseksi teknisiksi standardeiksi. Näin ollen vertaisarviointit linkittyvätkin melko tiiviisti yhteen näiden ESMA:n sääntelyvaltuuksien kanssa.

ESMA:n lähestymistapa kansallisten valvojen valvontatoimien vertaisarviointiin on vähitellen muuttunut entistä muodollisemmaksi ja hierarkkisemmaksi. Tämä johtuu muun muassa siitä, että arvioinneissa ollaan siirrytty pois kansallisten valvojen tekemistä itsearviointeista kohti ohjauvampaa lähestymistapaa, jossa ESMA on vetovastuussa ja tämän myötä se porautuu syvemmälle kansallisten valvojen valvontakäytäntöihin. Nykymuodossaan vertaisarviointit ovat jämäköityneet esimerkiksi siinä määrin, että niissä entistä voimakkaammin keskitytään kansallisten valvojen

²⁰⁶ Ks. esim. ESMA Questions and Answers: Application of the UCITS directive, 29.3.2019 (ESMA34-43-392). Asiakirja on ensisijaisesti suunnattu kansallisille toimivaltaisille viranomaisille, jotka toimivat UCITS-rahastojen valvonnan alueella. Tarkoituksena asiakirjalla on varmistaa yhtenäiset valvontakäytännöt ESMA:n antamien vastausten perusteella, ks. 5–6.

²⁰⁷ ESMA:n verkkosivut, Questions and Answers. Kuitenkin ESMA:n mukaan ainoastaan Euroopan unionin tuomioistuimien voi antaa lopullisen tulkinnan EU-oikeuden soveltamisesta.

²⁰⁸ Kysymykset ja vastaukset -tiedonantoja ollaan kutsuttu ”niitä valmistelleiden yksittäisten virkamiesten mielipiteiksi”, mikä osaltaan korostaa niiden ei-velvoittavaa luonnetta, ks. HE 46/2016 vp, s. 86.

valvontakäytäntöjen heikkouksien ja puutteiden tunnistamiseen.²⁰⁹ Toki tarkoituksena on edelleen myös tunnistaa parhaita valvontakäytäntöjä ja tukea niiden mahdollisimman laajaa omaksumista.

Vertaisarviointien tuloksena määritettävien parhaiden valvontakäytäntöjen osalta täytyy kuitenkin huomioida se, ettei niillä ole ESMA:n mukaan mitään normatiivista tai sitovaa luonnetta ja ne täytyy tosiasiallisesti erottaa esimerkiksi ESMA:n antamista ohjeista ja suosituksista, vaikkakin parhaat käytännöt voivat toimia tulevien ohjeiden ja suositusten pohjana²¹⁰. Parhaat käytännöt asetetaan yleisesti saataville, mutta muut vertaisarviointien tulokset voidaan julkaista vain toimivaltaisen viranomaisen suostumuksella.

Näin ollen vertaisarviointien perusteella kansallisten valvojien toiminnassa havaittuja puutteita tai heikkouksia ei lähtökohtaisesti saateta julkisiksi, sillä oletettavasti kansalliset valvojat vahvasti vastustavat näiden tietojen julkaisemista. Tämän myötä vertaisarviointien ja niiden tulosten velvoittavuus nähdään todellisuudessa melko minimaaliseksi, sillä parhaita valvontakäytäntöjä kansallisilla valvojilla ei ole velvollisuus noudattaa eikä niiden kannalta negatiivisia tuloksia esimerkiksi valvontakäytäntöjen heikkouksien tai puutteiden osalta julkaista. Kansallisten valvojien heikkouksien ja puutteellisten toimintatapojen julkaisu voisi edesauttaa tulevaisuudessa valvontakäytäntöjen muutotumista tehokkaammin kohti ESMA:n näkemyksiä ja tavoitteita, sillä kansalliset valvojat eivät halua niiden heikkoa tai muuten poikkeavaa suoritumista valvontatehtävissään todennäköisesti julkaistavan.

Kaikkein merkittävämmäksi ESMA:n kansallisten valvojien soft law -ohjauskeinoksi luetaan lopulta sen ESMA-asetuksen 16 artiklan nojalla toimivaltaisille viranomaisille antamat ohjeet ja suositukset²¹¹. Ohjeita ESMA voi antaa tietyissä tapauksissa markkinoiden toimijoillekin, mutta lähtökohtaisesti ne ovat kuitenkin ensisijaisesti suunnattu kansallisille valvojille. Ohjeiden tarkoituksena on aikaansaada tehokkaat ja toimivat valvontakäytännöt Euroopan finanssivalvontajärjestelmässä sekä varmistaa unionin oikeuden yhteinen, yhtenäinen ja johdonmukainen soveltaminen. Vaikka myös ohjeet ovat soft law -sääntelynä lähtökohtaisesti ei-velvoittavia instrumentteja edellä

²⁰⁹ Moloney 2018, s. 226. Ks. tästä esim. ESMA Final Report: Peer review on certain aspects of the compliance function under MiFID I, 29.11.2017 (ESMA42-111-4285) s. 9–10. Arvioinnissa ESMA antoi kansalliselle valvojalle useita ehdotuksia ja parannuksia, jolla se voisi tehostaa ja parantaa suorittamaansa sijoituspalveluyritysten valvontaa.

²¹⁰ Ks. ESMA Peer Review Methodology, 20.7.2018 (ESMA42-111-4661) s. 10.

²¹¹ Ohjeita ja suosituksia ei ole artikkelissa eikä muuallakaan ESMA-asetuksessa eroteltu mitenkään poikkeavasti toisistaan ja itse ESMA yleensä käyttääkin näistä ainoastaan ohje -nimeä (guidelines). Tämän vuoksi jäljempänä pääosin puhutaan vain ohjeista esityksen selkeyden vuoksi.

käsiteltyjen muiden pehmeiden ohjauskeinojen tapaan, eroavat ohjeet kuitenkin eräin merkittävien tavoin näistä muista ESMA:n soft law -ohjauksen muodoista. Ne ovatkin herättäneet keskustelua erityisesti niiden tosiasiallista sitovuutta luovista vaikutuksista kansallisten valvojien toiminnassa, sillä niillä voidaan nähdä todellisuudessa olevan tavanomaisia ei-velvoittavia normipäätöksiä velvoittavampi luonne²¹².

ESMA-asetuksen 16(3) artiklan mukaan toimivaltaisten viranomaisten on kaikin tavoin pyrittävä noudattamaan annettuja ohjeita ja suosituksia. Artiklan sanamuotojen perusteella niillä nähdään olevan hyvin vahva ohjaava vaikutus, vaikka ne eivät olekaan yhtä lailla sitovia kuin esimerkiksi sääntelystandardit²¹³. Artiklan sanamuotoja ollaan kuitenkin pidetty melko erikoisina traditionaalisten lainsäädäntötekniikoiden näkökulmasta²¹⁴. Sanamuotojen perusteella voidaankin jo päätellä, etteivät nämä soft law -instrumentit ehkä lopulta olekaan ihan niin pehmeitä kuin niiden nimi muuten antaisi olettaa²¹⁵. Valitut sanamuodot viittaisivat siihen suuntaan, että ohjeilla ja suosituksilla olisi ainakin jonkinlaisia oikeusvaikutuksia²¹⁶.

ESMA-asetuksen englanninkielisessä versiossa 16(3) artiklan toimivaltaisille viranomaisille kaikin tavoin pyrittävä noudattamaan -velvoite on muodossa: *”shall make every effort to comply with guidelines and recommendations”*. Tarkasteltaessa kuitenkin ESMA:n antamia ohjeita käytännössä, useimmissa niistä tämä velvoite kansallisille valvojille on kirjattu muotoon: *”must make every effort to comply with guidelines and recommendations”*²¹⁷. Lisäksi ESMA on joissain ohjeissaan käyttänyt ilmaisuja *”should”* ja *”expect”* kehottaakseen kansallisia valvojia noudattamaan niitä²¹⁸. ESMA:n käyttämien ilmaisujen epä johdonmukaisuus voi vaikuttaa siihen, miten sitovaksi

²¹² Kontkanen 2015, s. 94.

²¹³ Parkkonen – Knuts 2014, s. 43.

²¹⁴ Leino 2017, s. 234.

²¹⁵ van Rijsbergen 2014, s. 120.

²¹⁶ Schemmel 2016, s. 465.

²¹⁷ Ks. esim. ESMA Guidelines on CCP conflict interest management, 5.4.2019 (ESMA70-151-1439) s. 5 ja ESMA Guidelines on MiFID II product governance requirements, 5.2.2019 (ESMA35-43-620) s. 4. Kuitenkin joissain ohjeissa ESMA on käyttänyt 16(3) artiklan sanamuotoa *”shall”* ks. esim. ESMA Guidelines on certain aspects of the MiFID suitability requirements, 6.11.2018 (ESMA35-43-1163) s. 5.

²¹⁸ Edellisessä viitteessä mainituissa ohjeissa ESMA on lisäksi käyttänyt noudattamisesta ilmaisua *”should”* siinä yhteydessä, että kansallisten valvojien tulisi sisällyttää ohjeet valvontakäytäntöihinsä. ESMA on kuitenkin joissain yhteyksissä itse todennut, että käyttämällä ilmaisua *”should”*, se viestii, ettei tarkoituksena ole luoda absoluuttisia velvoitteita, ks. esim. ESMA Guidelines on certain aspects of the MiFID compliance function requirements, 28.9.2012 (ESMA2012/388) s. 4. Ilmaisua *”expect”* ESMA on myös käyttänyt kehottaakseen kansallisia valvojia ohjeiden noudattamiseen, jollei toisin ole todettu, ks. esim. ESMA Guidelines on risk measurement and the calculation of global exposure for certain types of structured UCITS, 23.3.2012 (ESMA/2012/197) s. 4.

ohjeet lopulta tulkitaan. Nimittäin loppujen lopuksi sanamuotojen ja sisällön, eikä ainoastaan instrumentin nimen perusteella, tulkitaan säädöksen velvoittava luonne. Esimerkiksi ESMA:n ohjeissa käyttämät ilmaisut ”*must*” ja ”*shall*” viittaavat enemmän velvoittavaan suuntaan kuin sen käyttämät enemmän ei-velvoittavaan suuntaan viittaavat ilmaisut ”*should*” ja ”*expect*”.²¹⁹

16(3) artiklan sanamuotojen lisäksi siihen sisältyvien tiettyjen menettelyjen on nähty muodostavan ohjeille ja suosituksille niin sanottua tosiasiallista sitovuutta. Nimittäin artiklan mukaan toimivaltaisten viranomaisten on kahden kuukauden kuluessa ohjeen tai suosituksen antamisesta vahvistettava, noudattaako tai aikooko se noudattaa kyseistä ohjetta tai suositusta. Jos valvoja ei noudata tai aio noudattaa ohjetta tai suositusta, sen on ilmoitettava asiasta ESMA:lle perusteluineen. Lisäksi ESMA ilmoittaa julkisesti sen, jos kansallinen valvoja ei noudata tai aio noudattaa kyseistä ohjetta tai suositusta. ESMA voi myös tapauskohtaisesti päättää julkaista kansallisen valvojan perustelut sille, ettei se noudata ohjetta tai suositusta. Tästä julkaisemisesta ilmoitetaan valvojalle etukäteen. Näitä artiklaan sisältyviä menettelyjä on yleisesti kutsuttu *comply or explain* ja *name and shame* -menettelyiksi, jotka merkittävästi ”koventavat” ohjeiden oikeudellista luonnetta²²⁰.

ESMA myös ilmoittaa vuosikertomuksessaan parlamentille, neuvostolle ja komissiolle antamansa ohjeet ja suositukset, mitkä toimivaltaiset viranomaiset eivät ole niitä noudattaneet sekä sen, miten ESMA aikoo vastaisuudessa varmistaa asianomaisten toimivaltaisten viranomaisten ohjeiden ja suositusten noudattamisen. Myös tämä kansallisten valvojien ohjeiden noudattamatta jättämisen julkistaminen vuosikertomuksessa toimii *name and shame* -mekanismina²²¹. Noudattamisen varmistamiseen tulevaisuudessa tähtäävä ESMA:n mandaatti puolestaan laittaa entisestään pohtimaan ohjeiden asemaa perinteisessä mielessä *soft law* -sääntelynä²²².

Melko selvää on se, että jos kansallinen valvoja ilmoittaa ESMA:lle noudattavansa sen antamaa ohjetta, voidaan ohjeen sen jälkeen tosiasiaassa nähdä *de facto* sitovan sitä²²³. Jos se puolestaan ei noudata ei aio noudattaa sitä, tulee sen perustella ESMA:lle syyt tähän. Ohjeiden noudattamista tämä *comply or explain* -mekanismi varmastikin edistää merkittävästi, sillä kansalliset valvojat eivät ainakaan kovin kevyillä perusteilla niitä jätä noudattamatta, sillä niiden täytyy nämä syyt

²¹⁹ van Rijsbergen 2014, s. 122–123.

²²⁰ Schemmel 2016, s. 464–465.

²²¹ Busuioc 2013, s. 118.

²²² van Rijsbergen 2014, s. 124.

²²³ Parkkonen – Knuts 2014, s. 43.

ESMA:lle ilmoittaa. Riskinä tässä on myös se, että ESMA voi julkistaa tapauskohtaisesti kansallisen valvojan ohjeiden noudattamatta jättämisen syyt. Jos perustelut ovat kovin kevyet, voi tämä olla noloa kansallisen valvojan kannalta sekä antaa markkinoille ei-toivotun signaalin, joka heikentää valvojan mainetta²²⁴.

Perusteluiden julkistamisen mahdollisuus toimii siis kansallisia valvojia kohtaan kevyenä painemekanismina, joka edistää ohjeiden noudattamista²²⁵. Noudattamatta jättämisestä seuraava negatiivinen julkisuus ja eräänlainen maineenmenetyks voi toimiakin lopulta tässä yhteydessä tietynlaisena sanktiomekanismina. Finanssialalla maine ja luottamus ovat nimittäin erittäin keskeisiä markkinoiden toiminnan tunnuspiirteitä, jotka eivät kosketa ainoastaan markkinoiden toimijoita ja valvottavia, vaan oleellisesti myös muitakin, kuten juuri esimerkiksi markkinoiden valvojia²²⁶.

Käytännössä ESMA:n antamia ohjeita kansalliset valvojat harvoin kuitenkaan jättävät noudattamatta. Epäselvempää kuitenkin on se, onko noudattaminen enemmän vapaaehtoista vai johtuuko se enemmän comply or explain ja name and shame -mekanismien aiheuttamasta ryhmäpaineesta²²⁷. ESMA julkaisee laatimassaan taulukossa (compliance table)²²⁸ antamiensa ohjeiden noudattamisen valvojittain. Taulukossa se on julkaissut myös kansallisten valvojien perustelut, jos ei eivät noudata tai aio noudattaa ohjetta. Taulukossa valvojan noudattaminen on merkitty tummanvihreällä värillä, aikomus noudattaa vaaleanvirheällä ja jos valvoja ei ohjetta noudata, on tämä merkattu punaisella. Jo värivalinnat voivat edistää ohjeiden noudattamista kansallisten valvojien toiminnassa, sillä harva valvoja todennäköisesti haluaa olla merkattu huomiota herättävällä punaisella värillä julkaisutussa taulukossa²²⁹.

Esimerkiksi Finanssivalvonnan osalta ESMA:n antamien ohjeiden noudattaminen on ollut pääsääntö. Julkaistusta compliance-tilukosta huomataankin, ettei Fivan tapauksessa yhdenkään ohjeen kohdalla ole punaista merkintää (non-compliance). Kuitenkin yhden ohjeen kohdalla, vaikka väri on noudattamista merkitsevä tummanvihreä (compliance), sisältyy tähän Fivan perustelut ESMA:lle, jonka mukaan Fiva ei ole heti ohjetta noudattanut²³⁰. Lisäksi neljän ohjeen kohdalla

²²⁴ Schemmel 2016, s. 466.

²²⁵ Marjosola 2014b, s. 351.

²²⁶ Busuioc 2013, s. 118–119.

²²⁷ van Rijsbergen 2014, s. 124.

²²⁸ Ks. ESMA: Compliance with Guidelines – Overview Table.

²²⁹ van Rijsbergen 2014, s. 124.

²³⁰ Tämä liittyy MiFID -direktiivistä annettuun ohjeeseen: Guidelines on the application of the definitions in sections C6 and C7 of Annex I, 6.5.2015 (ESMA/2015/675). Fivan mukaan se ei voi noudattaa annettuja ohjeita, sillä niitä ei

Fiva on ilmoittanut aikovansa noudattaa ohjetta, joten ne ovat merkattuna vaaleanvihreällä (intention to comply)²³¹. Vaikka useimpien maiden valvojat ovat ilmoittaneet noudattavansa tai aikovansa noudattaa kaikkia taulukossa olevia ESMA:n antamia ohjeita, on kuitenkin vaihteluakin valvojien välillä ollut jonkin verran. Esimerkiksi Saksan kansallinen valvoja (BaFin) on ilmoittanut neljän ohjeen kohdalla, ettei se noudata niitä. Myös Tanskan kansallinen valvoja (Finanstilsynet) on ilmoittanut kolmen ohjeen noudattamatta jättämisestä.²³²

Keskeisenä ohjeiden noudattamisen valvontamekanismina ESMA käyttää sen tekemiä kansallisten valvojien vertaisarviointeja. Tosin tässä yhteydessä täytyy todeta, ettei vertaisarvioinneissa havaittujen ohjeiden noudattamatta jättämisten perusteella ESMA:lla kuitenkaan ole valtuuksia esimerkiksi sitovien päätösten osoittamiseen kansallisille valvojille, joka voisi toimia eräänlaisena ohjeiden noudattamista edistävänä sanktiokeinona.

Ohjeiden velvoittavuudesta Finanssivalvontaa kohtaan täytyy erottaa niiden sisällön velvoittavuus markkinoiden toimijoita kohtaan tietyissä tapauksissa, vaikka ohjeet voivat joissain tapauksissa olla osoitettuja myös markkinoiden toimijoille. Tällöin ne kuitenkin ovat samalla tavalla pääsääntöisesti soft law -oikeutta myös markkinoiden toimijoita kohtaan. Ohjeiden sisällöstä tulee kuitenkin toimijoita yksiselitteisesti velvoittavaa oikeutta sellaisissa tilanteissa, joissa Fiva ottaa ohjeen sisällön osaksi antamaansa määräystä.

Määräykset ovat Fivan antamia velvoittavia oikeussääntöjä, joita markkinoiden toimijoiden on noudatettava. Määräyksiä Fiva voi antaa PL 80 §:n 2 momentin mukaan tilanteissa, joissa viranomaisen voidaan lailla valtuuttaa antamaan oikeussääntöjä määräytyistä asioista. Tälle tulee olla sääntelyn kohteeseen liittyviä erityisiä syitä eikä sääntelyn asiallinen merkitys edellytä, että asiasta

olla julkaistu suomeksi ja ruotsiksi. Kun käännökset on julkaistu, Fiva arvioi tilanteen uudelleen. Fiva perusteli tilanetta lisäksi sillä, että vaikka ohjeet ovat ensisijaisesti osoitettu kansallisille valvojille, on niillä myös vaikutusta markkinoiden toimijoihin. Noudattaakseen niitä, Fivan tulisi itse lisäksi antaa markkinoiden toimijoille oma ohje asiasta, jolla se kehottaisi niitä noudattamaan ESMA:n ohjeita. Viittaaminen ainoastaan englanniksi julkaistuihin ohjeisiin olisi Fivan mukaan ongelmallista kielilainsäädännön vuoksi. Fiva pohjaa lopulta perustelunsa ESMA:n johtokunnan asiakirjaan, jonka mukaan kaikki ESMA:n ohjeet julkaistaan kaikilla EU:n virallisilla kielillä. Sittenkin käännökset ohjeista on julkaistu suomeksi sekä ruotsiksi, jolloin myös Fiva on ilmoittanut niitä noudattavansa.

²³¹ Nämä neljä ohjetta liittyvät MiFID II -direktiiviin ja MiFIR -asetukseen. Näiden kohdalla yhdessä Fiva ilmoittanut noudattavansa sitä, kun tarvittavat lainsäädäntöprosessit on saatu suoritettua. Kolmen muun kohdalla puolestaan Fiva on ilmoittanut, että se aikoo näitä noudattaa 3.1.2018 mennessä, jolloin kyseisten MiFID II -direktiivin ja MiFIR -asetuksen soveltaminen myös alkoi.

²³² ESMA: Compliance with Guidelines – Overview Table. Tosin noudattamatta jättäminen on yleensä koskenut vain osaa ohjeesta. Perusteluina valvojat ovat käyttäneet esimerkiksi sitä, etteivät ohjeet ole joiltain osin yhteensopivia kansallisen lainsäädännön kanssa.

säädetään lailla tai asetuksella. Valtuutus määräysten antoon tulee olla täsmällisesti rajattu soveltamisalaltaan. Fiva antaakin määräyksiä vain sellaisen lain säännöksen nojalla ja rajoissa, joka valtuuttaa määräyksenantoon²³³. Fiva voi määräysten lisäksi kuitenkin antaa myös ohjeita. Ohjeiden antaminen liittyy FivaL:n 3 §:n mukaisiin Fivan tehtäviin muun muassa hyvien menettelytapojen noudattamisen edistämiseen finanssimarkkinoilla sekä valvottavien ohjaus- ja valvontajärjestelmien luotettavuuden edistämiseen. Ohjeet ovat kuitenkin oikeudelliselta luonteeltaan ei-velvoittavia oikeussääntöjä. Sekä määräykset ja ohjeet esitetään Fivan määräys- ja ohjekokoelmassa (MOK).²³⁴

Lähtökohtaisesti kuitenkin ESMA:n antamien ohjeiden sisällön Fiva antaa osana sen omia, markkinoiden toimijoille suunnattuja ohjeitaan. Näissä ohjeissa se suosittaa ESMA:n antamien ohjeiden noudattamista. Jos lainsäädäntö kuitenkin joissain tilanteissa mahdollistaa velvoittavan määräyksen antamisen, voi Fiva näissä tapauksissa sisällyttää ohjeiden sisällön määräykseensä.²³⁵ Näin ollen EU-tasolla ESMA:n antamat pehmeät, lähtökohtaisesti ei-velvoittavat soft law -ohjeet, voidaan tapauskohtaisesti kansallisella tasolla toimivaltaisten viranomaisten toimesta muuntaa markkinoiden toimijoita yksiselitteisesti velvoittavaksi oikeudeksi. Ohjeiden sisällöstä tulee näin ollen velvoittavaa oikeutta kansallisten valvojien tulkintojen kautta²³⁶.

Joissain tapauksissa ESMA:n antama ohje voi edellyttää myös kansallisen lainsäädännön muuttamista, jos ohje ja kansallinen laki ovat ristiriidassa. Muuttamistarve voi johtua myös esimerkiksi kilpailukyky-, vertaispaine tai muista syistä, jonka vuoksi lainsäädäntö olisi mukautettava ohjeen mukaiseksi. ESMA:n suosituluonteisen ohjeen muuttamien sitovaksi normiksi olisi mahdollista siis ottamalla sitä koskeva säännös osaksi kansallista lainsäädäntöä, joka olisi myös hallinnon lainalaisuusperiaatteen mukaista. ESMA:n antaman ohjeen noudattamista edellyttävä lainsäädännön muuttamistarve korostaa niiden tosiasiallisesti normatiivisempaa luonnetta, kuin mikä kansallisen lainsäädännön perusteella annettavilla viranomaisohjeilla on.²³⁷

²³³ Esim. arvopaperimarkkinalain 7 luvun 18 §, 8 luvun 9 §, 9 luvun 12 §, 10 luvun 9 §, 11 luvun 31 § ja 12 luvun 6 §.

²³⁴ Finanssivalvonta: Finanssivalvonnan määräysten ja ohjeiden oikeudellinen luonne.

²³⁵ Finanssivalvonta: Euroopan valvontaviranomaisten ohjeet ja suositukset.

²³⁶ Schemmel 2016, s. 469–473.

²³⁷ HE 46/2016 vp, s. 86–87. Ks. tästä lisäksi esim. HE 94/2013 vp, s. 22 ja s. 200–202, jossa sittemmin jo kumottua sijoitusrahastolakia (48/1999) ja sen 27 §:ää oli muutettava ESMA:n antaman ohjeen Guidelines on key concepts of the AIFMD, 13.8.2013 (ESMA/2013/611) johdosta.

6 LOPPUPÄÄTELMÄT

Tämän tutkimuksen tarkoituksena oli selvittää, miksi ja millä eri keinoin Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen ohjaa Finanssivalvonnan suorittamaa valvontatoimintaa. Lisäksi tutkimuksessa pyrittiin selvittämään, mikä näiden eri ohjauskeinojen oikeudellinen velvoittavuus on Finanssivalvonnan suorittamassa valvontatoiminnassa.

ESMA:n Finanssivalvontaan ja sen suorittamaan valvontatoimintaan kohdistamat ohjauskeinot nähdään lopulta erittäin moninaisiksi. Niiden velvoittavuus vaihtelee myös eri instrumenttien välillä huomattavasti. Hyvin usein nämä ohjauskeinot vaikuttavat merkittävästi ja tosiasiallisesti Finanssivalvonnan suorittamiin valvontatoimiin, vaikka kansalliset valvojat ovat edelleen itsenäisinä valvojina pääosin vastuussa omien kansallisten markkinoidensa valvonnasta. Kansallisten valvontatoimien taustalla kuitenkin usein vaikuttaa esimerkiksi ESMA:n valmisteleva tekninen standardi, sen antama ohje tai suositus tai muu soft law -instrumentti, joka ohjaa ja suuntaa kansallisten valvojien suorittamia valvontatehtäviä. Tietyissä tapauksissa kyseeseen voi tulla myös yksittäisen päätöksen osoittaminen kansalliselle valvojalle, jonka hierarkkinen ohjausluonne on kaikkein ilmeisin.

Kansallisten valvojien ohjauksen tavoitteena ESMA:lla on lähentää valvontaa ja valvontakäytäntöjä eri jäsenvaltioissa ja niiden kansallisten valvojien toiminnassa. ESMA pyrkii valvonnan lähentämisellä varmistamaan yhtenäiset, tehokkaat ja toimivat valvontakäytännöt ja -menettelyt koko unionissa. ESMA myös osallistuu enenevässä määrin finanssimarkkinoiden sääntelyn harmonisointiin EU:ssa. ESMA:n eri normiantomuotojen tarkoituksena on yleensä täydentää Lamfalussy-sääntelyprosessin ensimmäisen säädöstason puitedirektiiviä tai -asetusta tai auttaa kansallisia valvojia tulkinnoillaan soveltamaan tätä unionin finanssimarkkinoiden sääntelyä oikealla ja tehokkaalla tavalla. ESMA:n eri sääntelykeinot muodostavat nykyään olennaisen osan niin sanotusta unionin finanssimarkkinoiden yhteisestä sääntökirjasta. Tämä yhteisen sääntökirjan luominen ja säädösten yhtenäinen soveltaminen puolestaan edesauttavat myös yhteisten valvontakäytäntöjen muodostumista ja tätä kautta valvonnan lähentymistä unionissa.

ESMA:n rooli Euroopan finanssivalvontajärjestelmässä ja suhteessa kansallisiin valvojiin vaihtelee sen eri tehtävien mukaan. Sen itse määrittelemä poliisin rooli korostuu esimerkiksi juuri sito-

vien päätösten osoittamisen mahdollisuutena kansallisille valvojille. Tämä voi tulla kyseeseen esimerkiksi riitelevien kansallisten valvojien kiistojen ratkaisemisen yhteydessä tai kriisitilanteissa, joissa sillä on oikeutus ”voimakeinojen” käyttöön. ESMA:n tehtäviin tässä yhteydessä liittyy myös unionin oikeuden noudattamisen valvonta ja sen niin sanottuna ”vahtikoirana” toimiminen. Tällaisessa roolissa ja tehtävissä ESMA:n ja Finanssivalvonnan välinen suhde nähdään hyvin hierarkiseksi.

Toinen ESMA:n keskeinen rooli Euroopan finanssivalvontajärjestelmässä ja suhteessa kansallisiin valvojiin nähden on valmentajana toimiminen, jonka se on myös itse määritellyt. Sen luomaan valmentajan käsikirjaan lukeutuvat erityisesti sen kansallisille valvojille antamat ohjeet ja suositukset sekä muut soft law -ohjauskeinot, jotka liittyvät keskeisesti yhteisen sääntökirjan luomiseen ja valvonnan lähentämiseen finanssimarkkinoilla. ESMA:n voidaan tässä yhteydessä nähdä myös toimivan eräänlaisena valvonnan keskiönä tai keskipisteenä Euroopan finanssivalvontajärjestelmässä, jossa sen tarkoitus on ohjata ja koordinoida kansallisten valvojien suorittamia valvontatoimia. Se nähdäänkin tavallaan valvojien valvojana tai järjestelmävalvojana, jonka tarkoituksena on varmistaa valvonnan laatu sekä yhtenevät, yhdenmukaiset ja tehokkaat valvontakäytännöt koko unionissa.

Eri ohjauskeinojen velvoittavuudessa Finanssivalvontaa kohtaan on kuitenkin jonkin verran eroavaisuuksia. Ohjauskeinot voidaankin velvoittavuudeltaan jakaa hard law ja soft law -ohjauskeinoihin. Niin sanottuihin kovempiin ja velvoittavampiin ESMA:n kansallisten valvojien ohjauskeinoihin luetaan sen valmistelemat luonnokset teknisiksi sääntely- ja täytäntöönpanostandardeiksi sekä sen kansallisille valvojille osoittamat yksittäiset ja sitovat päätökset. Teknisten standardien oikeudellinen velvoittavuus ilmenee siinä, että nämä instrumentit hyväksytään lopulta joko asetuksina tai päätöksinä, jotka ovat yksiselitteisesti velvoittavia oikeussääntöjä. Lopullinen sitovuus näille saavutetaan kuitenkin vasta komission hyväksynnän jälkeen. Vaikka ESMA ei siis näitä teknisiä säädöksiä lopullisesti annakaan, vaan ainoastaan valmistelee niiden luonnokset, on ESMA:n rooli kuitenkin näiden sitovien säädösten valmistelussa hyvin keskeinen. Nimittäin komission ei tulisi kuin hyvin poikkeuksellisissa ja rajoitetuissa tilanteissa muuttaa ESMA:n valmistelemia teknisten standardien luonnoksia.

ESMA kuitenkin on myös tietyissä tilanteissa valtuutettu osoittamaan kansallisille valvojille suoraan yksittäisiä päätöksiä. Päätösten osalta se toimii itsenäisesti ja näitä sen väliintulotoimivaltuuksiksi kutsuttuja valtuuksia ollaankin pidetty melko laajoina ja poikkeuksellisina verrattuna muiden EU:n virastojen toimivaltuuksiin. Päätökset ovat kaikilta osiltaan velvoittavia instrumentteja, joita kansallisten valvojien tulee noudattaa. Päätöksessä kansallista valvojaa voidaan esimerkiksi vaatia toteuttamaan jokin valvontatoimi tai vaatia sitä pidättäytymään jostain valvontatoimesta. Näin ollen sitovien päätösten osoittaminen kuvaa hyvin niiden ilmiselvää hierarkkista ohjausluonnetta kansallisten valvojien toiminnassa.

Kaikkien soft law -ohjauskeinojen oikeudellinen velvoittavuus ei kuitenkaan ole yhtä selkeä, vaikka lähtökohtaisesti suositusten ja lausuntojen kaltaiset instrumentit eivät ole sitovia. ESMA:n kansallisiin valvojiin kohdistamien soft law -ohjauskeinojen joukko on hyvin laaja, joista tutkielmassa on tuotu esiin ensiksikin lausunnot, kysymykset ja vastaukset -asiakirjat sekä vertaisarvioinnit. ESMA:n omien tulkintojenkin mukaan nämä kansallisten valvontatoimien tueksi annetut lausunnot, EU-säädösten tulkintaa ja soveltamista ohjaavat ESMA:n vastaukset sekä kansallisten valvojien vertaisarviointien perusteella määriteltävät parhaat valvontakäytännöt ovat ei-velvoittavia instrumentteja. Joka tapauksessa ne ovat tärkeitä ja käytännönläheisiä työkaluja, joiden tarkoituksena on saavuttaa valvonnan lähentymistä. Niillä ei kuitenkaan nähdä olevan samankaltaisia tosiasiallista sitovuutta luovia piirteitä kuin ohjeilla ja suosituksilla.

ESMA:n kansallisille valvojille antamat ohjeet ja suositukset eroavatkin merkittävästi muista ESMA:n soft law -ohjauskeinojen muodoista, vaikka nekin lähtökohtaisesti ovat ei-velvoittavia instrumentteja. Ohjeilla ja suosituksilla nähdään kuitenkin monesti olevan tosiasiallista sitovuutta tai vaikutusta kansallisten valvojien toiminnassa. Ohjeita ja suosituksia nimittäin kansallisten valvojien on kaikin tavoin pyrittävä noudattamaan. Artiklassa käytetyt sanamuodot sekä ESMA:n ohjeissaan tai suosituksissaan itse käyttämät kansallisille valvojille kohdistamat ilmaisut esimerkiksi ”*shall comply*” ja ”*must comply*” viittaisivat ensinnäkin siihen, että ohjeilla ja suosituksilla olisi ainakin jonkinlaisia oikeusvaikutuksia. Ne eivät näin ollen olisi täysin oikeusvaikutuksia vailla olevia pehmeitä soft law -sääntelyn muotoja.

Kansallisten valvojien lisäksi tulee vahvistaa ESMA:lle, noudattaako tai aikooko se noudattaa annettua ohjetta tai suositusta. Jos kansallinen valvoja ei noudata tai aio noudattaa annettua ohjetta

tai suositusta, tulee sen ilmoittaa tästä ESMA:lle perusteluineen. ESMA voi lisäksi tapauskohtaisesti päättää julkaista kansallisen valvojan perustelut ohjeen tai suosituksen noudattamatta jättämisestä. Nämä ohjeisiin ja suosituksiin liittyvät *comply or explain* ja *name and shame* -menettelyt entisestään korostavat ohjeiden ja suositusten tosiasiallista sitovuutta ja niiden vaikutusta kansallisten valvojen toimintaan. Esimerkiksi riski noudattamatta jättämisestä johtuvasta valvojan perusteluiden julkaisemisesta voi nimittäin huomattavasti edistää ohjeiden ja suositusten noudattamista, sillä valvojat eivät halua nousta esiin huomiota herättävästi ja tulla merkatuksi punaisella ESMA:n julkaisemaan taulukkoon siitä, etteivät ne noudata ohjeita tai suosituksia. Kyseeseen tässä yhteydessä voi tulla myös noudattamista edistävä valvojen välinen ryhmäpaine. ESMA:n julkaisemasta ohjeiden ja suositusten noudattamista koskevasta taulukosta huomataankin käytännössä, että pääsääntöisesti kansalliset valvojat näitä ohjeita ja suosituksia varsin uskollisesti noudattavat.

Euroopan finanssivalvontajärjestelmää ollaan parhaillaan uudistamassa ja 16.4 Euroopan parlamentti hyväksyi ehdotuksen²³⁸, jossa finanssimarkkinoiden sääntelyä ja valvontaa vahvistetaan turvallisempien markkinoiden ja asiakkaiden suojaamisen edistämiseksi sekä rahanpesun estämiseksi. Komissio esitti ehdotuksen finanssivalvontajärjestelmän tarkastamisesta vuoden 2017 syyskuussa ja nyt parlamentin hyväksynnän jälkeen EU:n ministerien täytyy vielä virallisesti hyväksyä se, jotta uudistus astuu voimaan.²³⁹

Uudistuksella voidaan joiltain osin nähdä olevan suoraan vaikutusta ESMA:n toteuttamaan kansallisten valvojen ohjaukseen. Ensinnäkin ESMA:n kansallisille valvojille antamat ohjeet ja suositukset muuttuvat hiukan. Ohjeissa ja suosituksissa ei tulisi jatkossa ainoastaan viitata lainsäädäntötoimien elementteihin tai jäljentää niitä. Jatkossa ESMA:n tulisi myös arvioida jo sen aikaisemmin antamat ohjeet ja suositukset ennen uusien ohjeiden ja suositusten antamista, jotta välttyttäisiin niiden päällekkäisyydeltä. Kysymykset ja vastaukset puolestaan tuodaan uudistuksessa omaksi nimenomaiseksi artiklakseen.²⁴⁰

²³⁸ Ks. 2017/0230(COD).

²³⁹ Ks. Euroopan parlamentin lehdistötiedote 16.4.2019.

²⁴⁰ Muutettu ESMA-asetuksen 16 artikla ja uusi 16b artikla, 2017/0230(COD) s. 221–224. Uudessa kysymyksiä ja vastauksia koskevassa artiklassa nimenomaisesti tuodaan esiin, että ESMA:n kysymyksiin antamat vastaukset eivät ole sitovia. Ohjeiden ja suositusten osalta muutetussa artiklassa ei puolestaan edelleenkään oteta kantaa niiden sitovuuteen, joten niiden tulkinnanvarainen asema säilyy uudistuksesta huolimatta. Niiden muutetut sanamuodot voivat tosin entisestään vahvistaa niiden tosiasiallista sitovuutta.

Myös ESMA:n niin sanottuja väliintulotoimivaltuuksia koskevia artikloja ollaan hienosäättämässä hiukan, mikä voi helpottaa ESMA:aa ulottamaan vaikutustaan kansallisiin valvojiin näillä keinoin²⁴¹. Unionin oikeuden rikkomista koskevissa tutkimuksissa ESMA:lla on jatkossa entistä vahvemmat valtuudet saada kansallisilta valvojilta tarvittavat tiedot tutkimuksensa tueksi. ESMA voi myös jatkossa ennen ohjeen tai suosituksen antamista kansalliselle valvojalle lähestyä sitä sopimuksen saavuttamiseksi siitä, mihin toimiin kansallisen valvojan tulisi ryhtyä unionin oikeuden noudattamiseksi. Kansallisten valvojien erimielisyyksiä koskevan artiklan muutokset puolestaan liittyvät erityisesti siihen, että jatkossa ESMA voi entistä tehokkaammin omasta aloitteestaan käydä selvittämään ja ratkaisemaan näitä erimielisyyksiä osoittamalla päätöksiä suoraan kansallisille valvojille, jos tähän on objektiiviset perusteet. Jatkossa päätöksessä ESMA voi vaatia, että kansallinen valvoja kumoaa tai muuttaa jo tekemänsä päätöksen tai vaatia niitä käyttämään unionin oikeuden mukaisia valvontavaltuuksiaan.²⁴²

ESMA:n olisi jatkossa myös laadittava eurooppalainen valvontakäsikirja yhteisen valvontakulttuurin luomiseksi, jossa määritellään yhteiset parhaat valvontakäytännöt ja laadukkaat valvontaprosessit. ESMA:n tulee myös jatkossa määrittellä kansallisille valvojille vähintään kolmen vuoden välein strategiset valvonnan prioriteetit unionin tasolla, joihin niiden tulisi erityisesti kiinnittää huomiota valvontatoiminnassaan. Prioriteettien määrittämisen jatkotoimina ESMA voi käyttää muun muassa ohjeita ja suosituksia sekä vertaisarviointeja.²⁴³

Uudistuksessa ESMA:n tekemät kansallisten valvojien vertaisarviointit voivat myös muuttua enemmän ohjaavaan ja hierarkkiseen suuntaan²⁴⁴. Komissio onkin toivonut, että kansallisten valvojien vertaisarviointit ovat tehokkaampia uudistuksen jälkeen²⁴⁵. Uudistuksessa vertaisarviointit muuttuvat ”riippumattomiksi arvioinneiksi”, joiden tuloksista ESMA laatii raportin. Toimivaltaisten viranomaisten on parhaansa mukaan pyrittävä noudattamaan ohjeita ja suosituksia, joita ESMA voi antaa arvioinnin jatkotoimina. ESMA voi myös tulosten perusteella antaa jatkossa komissiolle lausunnon, jos se pitää koko unionin näkökulmasta finanssimarkkinoiden sääntelyn laajempaa harmonisointia tarpeellisenä. Lisäksi ESMA tekee jatkossa seurantaraportin kahden vuoden kuluttua

²⁴¹ Moloney 2018, s. 309.

²⁴² Muutetut artikkelit 17 ja 19, 2017/0230(COD) s. 225–231.

²⁴³ Muutettu artikla 29 ja uusi 29a artikla, 2017/0230(COD) s. 234–236.

²⁴⁴ Moloney 2018, s. 231.

²⁴⁵ Ks. Opening statement by VP Dombrovskis on European System of Financial Supervision at the European parliament Plenary debate 15.4.2019.

arvioinnista, jossa arvioidaan kansallisten valvojien arvioinnin seurauksena tekemiä toimia. Jatkossa vertaisarviointien kaikki tulokset myös aina lähtökohtaisesti julkaistaan, paitsi jos julkaiseminen voisi aiheuttaa riskejä esimerkiksi finanssijärjestelmän vakaudelle.²⁴⁶ Tulosten julkaiseminen kannustaisi niiden noudattamista ja lisäksi läpinäkyvyyttä²⁴⁷.

Uudistuksessa ESMA:lle luodaan myös uusi koordinoititehtävä markkinoiden väärinkäytöstausten tutkimuksissa etenkin rajat ylittävissä tapauksissa. ESMA voi tässä yhteydessä esimerkiksi antaa kansallisille valvojille lausuntoja liittyen siihen, millaisiin toimiin niiden tulisi ryhtyä niiden tutkiessa mahdollisia markkinoiden väärinkäytöksiä.²⁴⁸

Uudistusten myötä ESMA:n asema kansallisten valvojien ja niiden suorittamien valvontatoimien ohjaajana tulee siis todennäköisesti vahvistumaan entisestään. Lisääntyvillä ohjaus- ja koordinoititoimillaan ESMA:n toiminta porautuu syvemmälle kansallisten valvojien toimintaan ja tätä myötä ESMA ulottaa niihin voimakkaammin teknokraattista vaikutustaan, vaikka uudistuksessa kansallisten valvojien pääsääntöinen itsenäisyys ja vastuu omien markkinoidensa valvonnasta säilyy edelleen voimassa.

ESMA:lle luodaan uudistuksessa tosin myös uusia suoria valvontavaltuuksia, sillä jatkossa se valvoo suoraan kriittisten vertailuarvojen hallinnoijia sekä raportointipalvelujen tarjoajia. Jo nyt ESMA valvoo suoraan luottoluokittajia ja kauppatietorekisterejä. Uudistuksessa korostuu kuitenkin ehkä kaikkein vahvimmin EBA ja sen lisääntyvä rooli ja tehtävät rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen estämisessä pankkivalvonnassa. Lukuisat vastikään ilmi tulleet laajat rahanpesutapaukset varsinkin pohjoismaisissa pankeissa ovat toimineet uudistuksen ajurina tältä osin²⁴⁹.

Jatkossa lisääntyviä suoria valvontavaltuuksia voisi olla mielekästä tarkastella esimerkiksi subsidiariteettiperiaatteen näkökulmasta, sillä Euroopan finanssivalvontajärjestelmässä on tähän mennessä pääosin ollut vallalla periaate kansallisten toimivaltaisten viranomaisten suorittamasta valvonnasta. Periaate murenee vähitellen suoria valvontavaltuuksia siirrettäessä unionin tasolle, mikä korostuu EU:n tavoitteena pääomamarkkinaunionin²⁵⁰ luomisessa. Entistä enemmän lisääntyvää ja

²⁴⁶ Muutettu 30 artikla, 2017/0230(COD), s. 236–240.

²⁴⁷ 2017/0230(COD) s. 12.

²⁴⁸ Uusi 31b artikla, 2017/0230(COD) s. 242.

²⁴⁹ Skandaalin keskiössä ovat olleet erityisesti Danske Bank, Swedbank ja Nordea, ks. tästä esim. Reuters: Nordic trust tarnished by money laundering scandal 3.4.2019.

²⁵⁰ Ks. European Commission: Capital Markets Union (CMU).

monitasoistuvaa finanssimarkkinoiden sääntelyä EU:ssa voisi olla aiheellista puolestaan tutkia tarkemmin esimerkiksi suhteellisuusperiaatteen näkökulmasta, sillä joissain tapauksissa voidaan jo nyt nähdä olevan normien välisiä ristiriitaisuuksia tai jopa suoranaista tarpeettoman hallinnollisen rasituksen aiheuttavaa ylisääntelyä.