EUROOPAN YHTEISÖJEN KOMISSIO

Bryssel, 02.07.1997
KOM(97) 337 lopull.

KOMISSION TIEDONANTO

EURON KÄYTTÖÖNOTON VAIKUTUKSET PÄÄOMAMARKKINOIHIN

EURON KÄYTTÖÖNOTON

VAIKUTUKSET PÄÄOMAMARKKINOIHIN

1 JOHDANTO JA TIIVISTELMÄ

1.1 PÄÄMÄÄRÄT JA TAVOITTEET
1.2 TÄRKEIMMÄT PÄÄTELMÄT

2 YLEISKATSAUS TARVITTAVIIN TOIMENPITEISIIN

3 SUOSITUKSET

4 SELVITYS

1 JOUKKOVELKAKIRJAMARKKINAT
1.1 DENOMINAATION MUUTTAMISEN PERUSTEET
1.2 DENOMINAATION MUUTTAMISEN MÄÄRITELMÄ
1.3 ERILAISET DENOMINAATION MUUTTAMISMENETELMÄT
1.4 DENOMINAATIOLTAAN MUUNNETTUJA LAINOJA KOSKEVAT KÄYTÄNNÖT
1.5 VAIHTOTARJOUKSET
1.6 MARKKINASÄÄNNÖT JA -KÄYTÄNNÖT
2 OSAKEMARKKINAT
2.1 YLEISET NÄKÖKOHDAT
2.2 VAIKUTUS MARKKINOIDEN TOIMINTAAN JA YRITYSTEN PÄÄTÖKSIIN
2.3 MUUT SELVITETTÄVÄT ASIAT
3 JOHDANNAISMARKKINAT
3.1 EU:N NYKYISTEN JOHDANNAISMARKKINOIDEN PIIRTEET
3.2 EURON KÄYTTÖÖNOTTOON LIITTYVÄT TÄRKEIMMÄT KYSYMYKSET
3.3 TEKNISET KYSYMYKSET
4 MUUT MARKKINOIDEN PIIRTEET
4.1 HINTALÄHTEET
4.2 VALTION VELAN LIIKKEESEENLASKUMENETTELYT
4.3 LUOKITUKSET: VALTIOIDEN VELKAKIRJALAINAT
4.4 LUOKITUKSET: YRITYSTEN VELKAKIRJALAINAT
4.5 VIITELAINAT
4.6 REPO-MARKKINAT
4.7 VARANTOVELVOITTEET
4.8 SÄÄDÖKSET, RAJOITUKSET JA VEROTUS
4.9 MUUT KYSYMYKSET

5 SANASTO

6 LIITE

1 JOHDANTO JA TIIVISTELMÄ

Selvittääkseen euron käyttöönoton pääomamarkkinoihin kohdistuvia vaikutuksia komissio kokosi asiantuntijaryhmän, jonka puheenjohtajana toimi A. Giovannini. Tämä selvitys on ryhmän työn tulosta.

Komissio katsoo, että rahoitusmarkkinoiden harmonisoinnissa markkinoiden oma näkemys on keskeinen. Niinpä se suhtautuu ryhmän selvitykseen hyvin myönteisesti. Komissio suosittelee, että selvitys otetaan huomioon rahoitusmarkkinoiden valmistautuessa euron käyttöönottoon.

Selvitys heijastaa komission näkemystä neuvoa-antavan ryhmän päätelmistä.[1] Se keskittyy sellaisiin teknisiin ja muihin kysymyksiin, joilla on välitön vaikutus pääomamarkkinoiden toimintaan euron käyttöönoton jälkeen. Selvityksessä esitetään ehdotuksia koskien arvopapereiden ja osakkeiden denominaation muuttamista sekä markkinakäytäntöjä, joita pitäisi noudattaa uusilla euromääräisillä markkinoilla.

Selvitys tarkastelee euron käyttöönoton seurauksia joukkovelkakirja- ja osakemarkkinoilla ja erityisesti teknisten valmistelujen tarvetta. Näihin kysymyksiin markkinaosapuolet odottavat selviä vastauksia voidakseen jatkaa euron käyttöönottoon liittyviä valmisteluja. Selvitys ei ole kattava katsaus kaikkiin euron seurauksena pääomamarkkinoilla tapahtuvaan muutokseen liittyviin kysymyksiin. Se kuvastaa tämänhetkistä tietämystä ja käsitystä asiasta. Selvitettäväksi jää edelleen kysymyksiä, ja jatkossa on pyrittävä kehittämään parhaita toimintatapoja sekä saavuttamaan yksimielisyys eurooppalaisella tasolla tarpeen mukaan.

1.1 Päämäärät ja tavoitteet

Selvityksen päätavoitteena on löytää markkinoille teknisiä ratkaisuja sekä tarjota opastusta sekä viranomaisille että markkinoille.

EMUn kolmannen vaiheen aloitus tarjoaa mahdollisuuden luoda mahdollisimman laajat, likvidit, syvät ja läpinäkyvät euromääräiset arvopaperimarkkinat. Tähän pyritään määrittelemällä joukko yhteisiä sääntöjä, joita sovelletaan kaikissa euroalueeseen osallistuvissa maissa, ja joilla säädellään eri markkinatoimintoja. Periaatteessa harmonisointi voitaisiin toteuttaa yhdellä kertaa ("big bang"). Poliittiset ja käytännön rajoitteet tekevät tästä lähestymistavasta kuitenkin ongelmallisen. Oikeudellisten ja hallinnollisten seikkojen yhdenmukaistamisesta vastaavat viranomaiset, mutta tekniset seikat kuten markkinakäytännöt, esim. koronlasku-, arvopäivä- ja pankkipäiväkäytännöt, määräytyvät markkinoilla. Markkinat ovat aiemmin osoittaneet kykynsä harmonisoida toimintatapoja markkinatehokkuuden kasvattamiseksi. Tässä selvityksessä kootaan yhteen markkinoilla vallitsevat käsitykset siitä, kuinka yhdenmukaisia euromääräisten arvopaperimarkkinoiden ihannetilanteessa pitäisi olla, ja esitetään suosituksia näihin markkinoihin yhteisesti sovellettavista teknisistä määrittelyistä.

---

1 Jäsenet osallistuivat ryhmän työskentelyyn omissa nimissään eivätkä omien toimielintensä edustajina.

1.2 Tärkeimmät päätelmät

Joukkovelkakirjamarkkinoiden keskeisten kysymysten osalta raportti esittää seuraavia suosituksia:

Olemassaolevien velkojen denominaation muuttaminen. Vaikka denominaation muuttaminen ei näytä olevan ratkaisevaa euroon siirtymisessä, se lisäisi likviditeettiä sekä parantaisi prosessin uskottavuutta korostamalla hallitusten sitoutumista. Saman liikkeeseenlaskijan arvopapereista sijoittajat voisivat psykologisista syistä sijoittaa mieluummin kansallisen rahan määräisiin kuin euromääräisiin arvopapereihin, mikä saattaisi johtaa korkoerojen syntymiseen. Vaikka tämä riski onkin pieni, denominaation muuttaminen poistaisi tämän sen kokonaan.

Denominaation teknisen toteutuksen osalta "alhaalta ylös" -menetelmä olisi paras. Tässä menetelmässä kaikki yksittäiset omistukset muutetaan euroiksi kiinteää muuntokurssia käyttäen ja pyöristetään kahden desimaalin tarkkuudella (ts. lähimpään senttiin). Tämän jälkeen kaikki yksittäiset omistukset lasketaan yhteen ja täsmäytetään säilytyskeskuksessa olevan kokonaismäärän kanssa. Omistukset säilyvät säilytyskeskuksissa muuttumattomana, ja siten denominaation muuttaminen ei vaikuttaisi liikkeessä olevien arvopaperien kokonaismäärään. Kuponkikorkojen kassavirta ja velkakirjan arvo eräpäivänä pysyisivät käytännössä muuttumattomana ehkä pieniä (enintään yhden sentin) mahdollisia pyöristyksestä johtuvia eroja lukuun ottamatta. Vaihtotarjouksia eli sopimusten korvaamista uusilla sopimuksilla voitaisiin harkita, sillä ne voisivat helpottaa markkinakäytäntöjen muuttamista ja luoda likvidimpiä emissioita.

Markkinasäännöt ja -käytännöt. Sääntöjen yhdenmukaistaminen olisi suotavaa. Yhdenmukaiset säännöt takaisivat paremman läpinäkyvyyden, vähentäisivät kiistoja (vähemmän virheitä kauppojen toteutusvaiheessa) ja selkeyttäisivät markkinoiden tulevaa muotoa, mikä mahdollistaisi valmistelujen jatkamisen. Suositeltava koronlaskukäytäntö joukkovelkakirjamarkkinoilla olisi todelliset päivät/todelliset päivät. Kupongin maksuväli tulee voida valita vapaasti, koska puolivuosittaisissa kupongeissa on etuja swap-sopimusten osalta, ja niiden riskiprofiili on alhaisempi, kun taas vuosittaiset kupongit ovat liikkeeseenlaskijoille halvempia. Pankkipäivälle tulisi luoda vakiomääritelmä (ts. TARGETia varten määritelty pankkipäivä). Vaikka kauppojen arvopäivien osalta yhteinen standardi olisikin paras, näyttää olevan teknisesti vaikeaa siirtyä kahta päivää lyhyempään aikaan. Toisaalta ne markkinat, joilla kaupat jo nykyään selvitetään saman päivän arvolla, eivät tule hyväksymään paluuta hitaampaan käytäntöön. Joukkovelkakirjamarkkinoille ehdotetut markkinasäännöt ja -käytännöt ovat sopusoinnussa Euroopan rahapoliittisen instituutin rahamarkkinoille tekemien ehdotusten kanssa.

Hintalähteet. Hintalähteiden jatkuvuus täytyy taata. Kansallisesti laskettuja hintoja (PIBOR, FIBOR jne.) ja eurooppalaisia hintoja (EURIBOR) voidaan käyttää rinnakkain. On suotavaa, että julkaistaan euroaluetta koskevia indikaattorikursseja tai että on olemassa yhdenmukaiset periaatteet alueellisten indikaattorien laskemiseksi. Hintatietojen ylläpitäjiltä vaaditaan ilmoitus siitä, mitkä hinnat ovat käytettävissä EMU:n kolmannessa vaiheessa.

Toimenpiteet emissioiden yhteydessä. Luonteeltaan epävirallinen yhteistoiminta valtion velkapapereiden liikkeeseen laskussa olisi hyödyllistä. Emissiokalenterien

kehittäminen olisi markkinoiden kannalta tervetullutta, mutta mahdollisuutta nopeisiin, suotuisia tilanteita hyödyntäviin emissioihin ei pitäisi sulkea pois.

Viitelainat. EU:n tasoisen liikkeeseenlaskijan puuttuessa markkinat päättävät, mikä on viitelainaemissio laadun, likvidiyden ja tarjolla olevien johdannaistuotteiden perusteella.

Luottokelpoisuusluokitukset. On esitetty, että osallistuminen euroon voisi johtaa joidenkin valtion luottojen osalta luottoluokituksen muutokseen. Tätä perustellaan sillä, että euromääräinen laina tullaan näkemään ulkomaan valuutan määräisenä lainana, koska rahapoliittinen itsenäisyys on luovuttu EKP:lle. Voidaan kuitenkin esittää myös monia vastakkaisia näkökohtia. Jäsenyys rahaliitossa vahvistaa julkisen talouden kurinalaisuutta ja uskottavuutta, eikä velan rahoittaminen rahan määrää kasvattamalla ole osallistuville maille enää mahdollista.

Repo-markkinat. Markkinaosapuolet katsovat, että liiallisen aggressiivista maturiteetista tai liikkeeseenlaskijasta riippuvan vakioisen aliarvostuksen käyttöä virallisilla repo-markkinoilla pitäisi välttää. Toisaalta vaihtuvan aliarvostuksen käyttö rahoitustoimissa on tärkeää pääomamarkkinoiden tehokkuuden kannalta.

Osakemarkkinoiden osalta tärkeimmät päätelmät ovat seuraavat:

- Pörssit käyvät kauppaa ja antavat noteerauksensa euroina tammikuun alusta 1999 lähtien. Välittäjät joutuvat tekemään tarvittavan muuntamisen voidakseen tuottaa asiakkaan valitseman valuutan mukaisen tiliaineiston.

- Markkinasääntöjen ja -käytäntöjen koordinointi ja yhdenmukaistaminen näyttävät olevan vähemmän tärkeitä kuin muilla markkinoilla.

- Denominaation muuttaminen olisi ilmeisesti järkevää ajoittaa yhtiön kirjanpitoyksikön muuttamishetkeen. Kysymys on yhtiön päätöksestä, joka on riippumaton pörssien päätöksestä käydä kauppaa eurolla. Ei ole oleellista, että denominaation muutos tapahtuu kolmannen vaiheen alussa, koska osakepääoman denominaatiolla ei pitäisi olla vaikutusta sen taloudelliseen arvoon eikä sijoittajien mahdollisuuteen käydä osakkeilla kauppaa.

- **Ei-nimellisarvoiset (NPV) osakkeet.** Tämä on suositeltava ratkaisu. Jos käytetään osakkeita, joilla ei ole nimellisarvoa, ei osakekirjojen fyysinen vaihtaminen ole tarpeen. Osakkeiden hinnat voidaan muuttaa yksinkertaisesti pilkkomalla niiden nimellisarvo (splittaus), jolloin ei myöskään tarvitse tehdä korjauksia osakepääomaan. Ei-nimellisarvoiset osakkeet sallitaan toisessa yhteisön yhtiölakidirektiivissä. Tällaisiin osakkeisiin perustuvan ratkaisun käyttäminen edellyttäisi kuitenkin uutta kansallista lainsäädäntöä useimmissa jäsenmaissa.

2 YLEISKATSAUS TARVITTAVIIN TOIMENPITEISIIN

Euromääräiset arvopaperimarkkinat tulevat koostumaan useista yhteistä rahaa käyttävistä kansallisista markkinoista. Jolleivät markkinat määrittele ja toteuta yleistä, euroalueen kattavaa lähestymistapaa harmonisointiin, vallitsevat erilaiset kansalliset käytännöt ja standardit tulevat jakamaan myös euromarkkinoita. Useimmat, tai mahdollisesti kaikki markkinaosapuolet voisivat toimia tällaisessakin ympäristössä (joka poikkeaisi vähän

vallitsevasta tilanteesta), mutta erilaisten kansallisten piirteiden pilkkomat euromarkkinat eivät toimisi yhtä tehokkaasti kuin yhdenmukaisemmat euromarkkinat.

On olemassa vakava riski, että erilaisten käytäntöjen noudattaminen samantyyppisissä euromääräisissä rahoitusinstrumenteissa lisää sekaannuksia sekä kassavirtojen ja muita yhteensovittamisongelmia. Erityisesti tämä koskee yksityisiä liikkeeseenlaskijoita. Vaikka valtion velan osalta noudatettavat eriävät maakohtaiset käytännöt olisi helppo hallita, huomattavaa epäselvyyttä saattaisi sen sijaan jäädä esimerkiksi siitä, mitä käytäntöjä olisi noudatettava suuryrityksen laskiessa liikkeeseen euromääräisiä joukkolainoja useammassa kuin yhdessä euroalueen maassa silloin, kun maissa on toisistaan poikkeavat käytännöt. Asia olisi tarkistettava aina, kun sovellettavasta käytännöstä olisi epäselvyyttä. Vaikka tarkistaminen sinänsä olisi yksinkertaista ja edellyttäisi ehkä vain lyhyttä puhelua, se olisi lisäkustannus ja yksi mahdollinen virhelähde. Markkinoiden läpinäkyvyyden puute saattaisi myös karkoittaa erityisesti EU:n ulkopuolisista maista olevia sijoittajia. Siten vaikka harmoinsointi ei olekaan edellytys euron käyttöönotolle, siitä seuraisi etuja ja sen toteuttamatta jättämisestä haittoja.

Siirtymävaiheessa vanhat kansallisen valuutan määräiset sopimukset toteutetaan aiempien käytäntöjen pohjalta. Tiettyjä eroja saattaa edelleen säilyä vielä kansallisten rahayksiköiden olemassaolon lakattua. Esimerkiksi kansallisia arkipyhiä tuskin yhdenmukaistetaan, mutta muiden, teknisluonteisten asioiden osalta yhtenäistämisestä pitäisi olla suhteellisen helppo päästä yhteisymmärrykseen. Jotta euron käyttöönotosta saadaan mahdollisimman suuri hyöty vähiten häiritsevin muutoksin, on välttämätöntä erotella ne kysymykset, jotka edellyttävät yhteistä teknistä lähestymistapaa niistä, jotka voidaan jättää ennalleen.

3 SUOSITUKSET

Ryhmä kannattaa periaatteessa markkinakäytäntöjen harmonisointia euromarkkinoilla. Ryhmä suosittelee, että liikkeeseenlaskijat ja muut markkinaosapuolet seuraavat tässä selvityksessä esitettyjä ehdotuksia.

Ryhmä saavutti yksimielisyyden erityisesti seuraavien suositusten osalta:

- Valtionvelan liikkeeseenlaskijat muuttavat jälkimarkkinakelpoisten lainojensa denominaation kolmannen vaiheen alkaessa noudattaen "alhaalta ylös" -menetelmää, jossa pyöristys tapahtuu lähimpään senttiin. Vaikka muitakaan menetelmiä ei pidä sulkea pois, ryhmä kannattaa tavoitetta, jonka mukaan denominaation muuttamismenetelmien lukumäärä pidetään mahdollisimman alhaisena.

- Olemassa olevat käytännöt pidetään voimassa denominaatioltaan muutettujen velkojen osalta ja kaikkien liikkeessä olevien emissioiden ja instrumenttien osalta, ja että lainapapereiden vaihtotarjouksia harkitaan olemassaolevien emissioiden muuttamiseksi isommiksi ja likvidimmiksi euroemissioiksi, joissa velkakirjojen nimellisarvot ovat tasalukuja.

- Uusia yhdenmukaistettuja markkinakäytäntöjä sovelletaan uuteen euromääräiseen velkaan. Kertyneen koron laskemismenetelmän olisi perustuttava todelliset päivät/todelliset päivät -käytäntöön. Kupongin maksuväli tulee jättää

liikkeeseenlaskijan päätettäväksi. Europankkipäivä tulisi määritellä päiväksi, jona TARGET ja ainakin yksi selvitysjärjestelmä on auki.

- Hintatietojen ylläpitäjät ja sen jälkeen markkinatietojärjestelmien ylläpitäjät ilmoittavat nopeasti suunnitelmistaan, jotka koskevat nykyisten kansallisten noteerausten ilmoittamista.

- Osakkeiden denominaation muuttaminen olisi seurausta yrityksen kirjanpitoyksikön vaihtamisesta euroon. Siirtyminen ei-nimellisarvoisiin osakkeisiin olisi paras tapa helpottaa euroon siirtymistä.

4 SELVITYS

1 Joukkovelkakirjamarkkinat

1.1 Denominaation muuttamisen perusteet

Madridissa joulukuussa 1995 kokoontunut Eurooppa-neuvosto päätti, että EMUn kolmannen vaiheen alusta alkaen kaikki jälkimarkkinakelpoiset julkiset velkakirjat lasketaan liikkeeseen euromääräisinä. Nyt näyttää siltä, että uuden velan euromääräisenä tapahtuvan liikkeeseenlaskun lisäksi monet valtiot harkitsevat olemassa olevan kansallisen rahan määräisen velkakantansa denominaation muuttamista. Hallitukset näkevät denominaation muuttamisen tarjoavan selkeitä etuja mm. parantamalla niiden EMU-prosessiin sitoutumisen uskottavuutta. Denominaation muuttaminen loisi myös välittömästi eurolikviditeettiä valtion joukkovelkakirjamarkkinoilla. Lisäksi denominaation muuttaminen antaisi mahdollisuuden täydentää nykyisiä emissioita euromääräisesti. Jos denominaatiota ei muutettaisi, täydentävät emissiot jouduttaisiin tekemään kansallisen rahan määräisenä. Repo- ja johdannaismarkkinat voisivat käyttää materiaalina arvopapereita, jotka tilapäisesti olisivat edelleen kansallisen rahan määräisiä (enintään siirtymäkauden loppuun saakka). Euroopan uusiin pääomamarkkinoihin tunnettavan luottamuksen lisäämiseksi olisi kuitenkin suotavaa, että arvopaperit muunnettaisiin mahdollisimman nopeasti vuoden 1999 alussa yhtenäisten euromarkkinoiden luomiseksi. Valtion velkakirjojen keskeistä roolia ajatellen on ensiarvoisen tärkeää, että valtioiden on toimittava nopeasti ja päättäväisesti, jotta muuntaminen onnistuisi.

Denominaation muuttamista on esitetty keinona välttää likviditeetin pirstoutuminen siirtymäkaudella, joka alkaa 1. tammikuuta 1999 ja päättyy kansallisten rahojen poistamiseen liikkeestä. Ajatuksena on, että jos kaksi saman valtion samoin ehdoin liikkeeseen laskemaa joukkolainaa katsottaisiin markkinoilla erilaisiksi, eikä niiden välinen vaihdettavuus toimisi vain siksi, että toinen on euromääräinen ja toinen vanhojen kansallisten rahayksikköjen määräinen, tällöin markkinoiden likviditeetti vähenisi. Erilaisella kohtelulla ei olisi oikeudellista tai rationaalista perustaa, vaan se johtuisi psykologisista tekijöistä, kuten joidenkin sijoittajien halusta valita vanhan kansallisen rahan määräisiä velkakirjoja.

Ryhmän näkemys on, että valtion joukkovelkakirjamarkkinoiden likviditeettiä, läpinäkyvyyttä ja tehokkuutta parantaisi, jos kaikki joukkovelkakirjalainat - niin uudet kuin vanhat - noteerattaisiin ja selvitettäisiin euroina välittömästi kolmannen vaiheen alusta alkaen. Denominaation muuttamista puoltavien teknisten perusteluiden lisäksi se tukisi hallitusten sitoutumista prosessiin ja niiden muille

antamaa esimerkkiä sekä parantaisi niiden asemaa mahdollisina viitelainojen liikkeeseenlaskijoina. Siten vaikka valtion velan denominaation muuttaminen ei ole EMUn onnistumisen kannalta välttämätöntä, se on erittäin toivottavaa ja sitä olisi kannustettava erityisesti sellaisten velkakirjojen osalta, joilla käydään paljon kauppaa ja jotka erääntyvät siirtymäkauden jälkeen. Toisaalta ryhmä katsoo, ettei yritysten velkapapereiden denominaation muuttamiseen ole yhtä selkeitä perusteluja, ja että siihen liittyvät kustannukset ja tekniset ongelmat olisivat todennäköisesti suuremmat kuin siitä saatavat hyödyt. Siten on todennäköistä, että yritykset eivät muuta lainojensa denominaatiota, mutta ne voivat lähteä liikkeelle ennen kolmannen vaiheen alkua hyödyntämällä markkinoilla tarjottavia ratkaisuja, kuten lainojen liikkeeseenlaskua useamman rahan määräisenä (ns. paralleeli- ja katamaraanilainat). Tässä selvityksessä käsittely rajataan sellaisiin denominaation muuttamistapoihin, jotka ovat relevantteja valtion velkapapereiden kannalta.

Periaatteessa työryhmä pitää suotavana, että valtiot päätyisivät käyttämään vain rajattua määrää denominaatioiden muuttamistapoja. Toisaalta on selvää, että denominaation muuttamisella on vaikutuksia liikkeeseenlaskijoiden väliseen kilpailutilanteeseen, ja että lopullisiin päätöksiin vaikuttavat sellaiset tekijät kuin eri denominaatioiden muuttamistapojen kustannuserot sekä kansallisten ja kansainvälisten arvopaperikaupan selvitysjärjestelmien kyky selviytyä muutoksista.

Valittavasta toimintalinjasta riippumatta denominaation muuttamista koskeva päätös on tehtävä nopeasti. Markkinatoimijoille ja selvityspalvelujen tarjoajille täytyy antaa riittävästi aikaa ryhtyä tarvittaviin valmisteluihin. Liian myöhäinen päätös voi vaarantaa markkinoiden kitkattoman toiminnan.

1.2 Denominaation muuttamisen määritelmä

Denominaation muuttamisen käsite on syytä määritellä. Euroa koskevassa neuvoston asetuksessa denominaation muuttamisella tarkoitetaan sitä, että rahayksikkö, jonka määräisenä maksettava velkapääoma on ilmaistu, muutetaan kansallisesta rahayksiköstä euroksi. Se ei tarkoita minkään muun lainaehdon muuttamista. Asetuksessa ei käsitellä lainan nimellisarvon muuttamista. Tietyssä mielessä kaikkien velkakirjalainojen denominaatio muuttuu kolmannen vaiheen alusta lähtien *de facto* euroksi, koska käytössä on vain yksi valuutta, euro, ja kaikkien osallistuvien maiden kansalliset rahayksiköt ovat vain sen ilmentymiä. Kansallisen rahan määräinen velkakirjalaina ja euromääräinen velkakirjalaina ovat tässä mielessä molemmat euromääräisiä. Siirtymävaiheen lopussa kaikkien kansallisen rahan määräisten velkapapereiden katsotaan olevan euromääräisiä muuntokurssin mukaisesti (perustamissopimuksen 1091 artiklan 4 kohtaan perustuvan neuvoston asetuksen 14 artikla). Tässä selvityksessä termiä "denominaation muuttaminen" käytetään viitattaessa sellaisiin toimiin, joiden tavoitteena on yksinkertaisesti ilmaista velan rahayksikkö euroina kansallisen rahan sijaan ilman, että mitenkään suoranaisesti vaikutettaisiin lainan taloudelliseen arvoon. On kuitenkin todettava, että kaikki denominaation muuntamistavat, ehkä kaikkein kapea-alaisimpia menetelmiä lukuun ottamatta, aiheuttavat pyöristyksen vuoksi vähäisen muutoksen lainan arvoon.

Tiukimman määritelmän mukaan denominaation muutos on yksinkertainen yhdessä valuutassa ilmaistun arvon muuttaminen toiseksi muuntokertoimen avulla. Esimerkiksi kansallisessa valuutassa mitattuna 2000:n arvoisen velkakirjan denominaatio voitaisiin muuttaa euroksi, jolloin se olisi euroina 312,600129 (2000/6,39795 [muuntokerroin] = 312,600129). Näin monen desimaalin

käyttäminen saattaisi osoittautua vaivalloiseksi ja kalliiksi. Siksi on ehdotettu, että velan määrä muunnetussa muodossa ilmaistaisiin pyöristettynä lähimpään senttiin. Siten esimerkissä alkuperäisestä 2000:sta tulisi euroina 312,60. Tällaisen denominaation muuttamisen mahdollistaa perustamissopimuksen 109 l artiklan 4 kohtaan perustuva neuvoston asetus (erityisesti 8 artiklan 4 kohta).

Yksi todennäköinen seuraus velan denominaation muuttamisesta on, että euroina ilmaistuna jäljellä olevan velan määrä ei ole kokonaisluku. Vaikka denominaatioltaan muutetun velan pitäisi olla täysin verrannollinen uusien euroemissioiden kanssa, voi se, että velka ei ole tasaluku, aiheuttaa vaikeuksia kaupankäynnissä ja selvityksessä. On selvää, että tämä aiheuttaa kustannuksia välittäjille ja selvityspalvelun tarjoajille. Kansainväliset ja kansalliset selvitysjärjestelmät ovat kuitenkin valmiita täyttämään minkä tahansa hallitusten valitseman muutosmenetelmän asettamat vaatimukset, ja markkinat pystyvät epäilemättä vastaamaan haasteseen, jonka kaupankäynti vakiokoosta poikkeavilla markkinaerillä niille aiheuttaa.

Denominaation muuttamisen lisäksi liikkeeseenlaskijoiden voivat harkita keinoja muuttaa velkakirjojen nimellisarvo siten, että euroarvosta saadaan tasaluku. Tämän etuina olisi yhdenmukainen euromääräisten arvopapereiden kokonaisuus, mikä toisi mukanaan paremman likviditeetin. Samalla vältettäisiin ne hankaluudet kaupankäynnissä ja selvityksessä, joita aiheutuisi velkakirjojen pyöristämättömistä nimellisarvoista. Toisaalta nimellisarvon muuttaminen muuttaisi olennaisesti paperin taloudellista arvoa, ja edellyttäisi näin ollen paperien haltijoiden suostumusta ja mahdollisesti jonkinlaista rahallista korvausta, mikä puolestaan aiheuttaisi seuraamuksia verotuksessa ja jälleensijoituksessa. Saattaisi myös olla tarpeen muuttaa nykyisiä velkatodistuksia tai korvata ne uusilla. Molemmissa tapauksissa liikkeeseenlaskijalle aiheutuisi huomattavia kustannuksia, ja operaation toteuttamiseen liittyisi logistisia ongelmia. Liikkeeseenlaskijoiden toisena mahdollisuutena saattaisi olla vaihtotarjousten tekeminen. Jotta tämä onnistuisi, sijoittajille tulisi tarjota rahallisia kannusteita. Liikkeeseenlaskijoille syntyvien etujen — kohonneen likviditeetin ja pienentyneiden rahoituskustannusten — vastapainona olisivat siten mahdollisesti suuret hallinnolliset kustannukset sekä rahallisista kannustimista syntyvät kustannukset.

1.3 Erilaiset denominaation muuttamismenetelmät

Denominaation muutos olisi voitava toteuttaa nopeasti, helposti, oikeudenmukaisesti ja kustannustehokkaasti. Jotta vältettäisiin haitalliset vaikutukset velkapapereihin liittyviin johdannaispositioihin, on tärkeää, että luodaan niin tarkka denominaation muuttamistapa kuin mahdollista. Velkapapereiden haltijoiden lailliset oikeudet, joita velallinen ei voi yksipuolisesti rajoittaa tai loukata, asettavat kustannus- ja käytännön rajoitteita denominaation muuttamiselle. Lisäksi on otettava huomioon teknisiä tekijöitä kuten selvityskeskusten kyky hoitaa kauppojen selvitykset sentteinä. Rahoituslaitokset pelkäävät, että useita denominaation muuttamistapojen käyttö rinnakkain aiheuttaisi vaikeuksia ja korkeita kustannuksia. Ne toivovat, että valitaan sellainen selkeä, yhteinen menetelmä, jolla olisi vähiten välillisiä seuraamuksia.

Denominaation muuttamisprosessin kustannuksiin tai monimutkaisuuteen ei ratkaisevasti vaikuta se, missä muodossa denominaation muutoksen kohteena oleva julkinen velka on, esimerkiksi ovatko velkakirjat pörssissä noteerattuja fyysisiä joukkolainoja, haltijavelkakirjoja vai arvo-osuuksia, sillä minkäänlaiseen

saamistodisteiden fyysiseen vaihtamiseen tai muuttamiseen ei pitäisi olla tarvetta. Denominaation muuttamismenetelmästä riippumatta velkapapereiden haltijoille tulee tiedottaa muutoksesta. Päätöksen mahdollisesta denominaation muutoksesta tekee liikkeeseenlaskija. Neuvoston asetuksen 8 artiklan 4 kohdan mukaan velkakirjojen haltijoilta ei vaadita tähän suostumusta.

Denominaation muutos voidaan toteuttaa useita tapoja käyttäen. Mikään tapa ei sulje pois pyöristysvirheiden mahdollisuutta. Laajasti ottaen pyöristämisen vaikutus on otettava huomioon neljällä tasolla:

- yksittäiset salkut
- rahoituslaitosten salkut
- säilytyskeskukset
- liikkeeseenlaskettujen arvopaperien kokonaismäärä.

Käytännössä suurin ero alla esitettyjen menetelmien välillä on se, millä tasolla pyöristysvirheet syntyvät. Menetelmät ovat seuraavat:

1.3.1 Yksittäisten velkakirjojen tai omistusten denominaation muuttaminen — "alhaalta ylös" (bottom-up)

Työryhmä pitää tätä menetelmää parhaimpana.

"Alhaalta ylös" -lähestymistavassa on kaksi perusmenetelmää. Denominaatiota voidaan muuttaa yksittäisten velkakirjojen tai omistusten tasolla. Lyhyesti sanottuna arvopaperit joko yksittäin tai asiakassalkuttain ja rahoituslaitoskohtaisesti muunnetaan euroiksi kiinteiden muuntokurssien avulla. Euroiksi muunnettaessa pyöristys tapahtuu kahden desimaalin tarkkuudella (ts. lähimpään senttiin). Rahoituslaitokset laskevat sen jälkeen kaikkien yksittäisten velkakirjojen tai sijoitusten määrän, ja se täsmäytetään säilytyskeskuksen vastaavaan summaan. Rahoituslaitosten ja säilytyskeskusten laskemien kokonaissummien väliset erot, joiden tulisi olla vain suhteellisen pieniä summia, olisi hoidettava rahoituslaitosten kaupintatileille tehtävillä korjauksilla, korjauksilla yksittäisiin omistuksiin (mahdollisesti yhdistettynä käteishyvityksiin) tai kirjeenvaihtajapankin välityksellä tehtävänä korjauksena. Korjausten avulla varmistetaan se, että yksittäisten omistusten yhteissumma vastaa säilytyskeskuksessa olevaa muunnettua kokonaismäärää ja että saamistodistusten kokonaismäärässä ei ole tapahtunut muutoksia.

Pyöristysvirheet ovat pienempiä mikäli muunnos tehdään omistusten tasolla (suurimmillaan puoli senttiä yhtä omistuskokonaisuutta kohti vs. puoli senttiä yhtä velkapaperia kohti). Yksittäisen omistuserän denominaation muuttaminen säilyttää lisäksi tarkemmin tulevien kuponkikorkojen taloudellisen arvon ja lainan arvon eräpäivänä. Yksittäisiä velkapapereita koskevat denominaation muutokset johtavat sitä suurempiin pyöristysvirheisiin mitä pienempi on yksittäisen velkapaperin nimellisarvo. Toisaalta velkapaperikohtaisesti tehtävä denominaation muuttaminen poistaa tarpeen tietää kyseisen paperin haltijakohtaisten omistusten määrät — minkä selvittäminen voi olla vaikeaa erityisesti haltijavelkakirjojen osalta — ja tämän vuoksi kaikki sijoittajat saisivat saman euromäärän pro rata hallussaan olevien papereiden lukumäärästä riippumatta.

Alhaalta ylös -menetelmän etuna on, että emission arvo säilyy ennallaan säilytyskeskusten tasolla, ja siten denominaation muuttaminen ei vaikuta liikkeessä olevien arvopapereiden kokonaismäärään. Pyöristysvirheiden mahdollisuus vähee merkittävästi korkeintaan puoleen senttiin velkakirjaa tai omistuserää kohti. Kuponkikorkojen maksuvirta ja paperin arvo eräpäivänä muuttuisi pyöristyksen vuoksi vain erittäin vähän (enintään yksi sentti kussakin pyöristyksessä). Tällaiset pienet virheet olisivat merkityksettöminä. Toisaalta euromääräiseltä nimellisarvoltaan epätasalukuisten velkapapereiden luomista ei voitaisi välttää. Tämä voi aiheuttaa ongelmia kaupankäynnille ja selvitykselle. Ratkaisumahdollisuuksia on kuitenkin tarjolla. Esimerkiksi pienin kauppaerä voitaisiin asettaa yhdeksi sentiksi, tai voitaisiin tehdä ero myyntimääräysten (vähintään yksi sentti) ja ostomääräysten (vähintään 100 euroa) välillä, jotta vähitellen päästäisiin eroon ei-vakiomääräisistä papereista. Ei-vakiomääräisten papereiden kauppa sallittaisiin vain pörssien ulkopuolella. Yksinkertaisin ja tyylikkäin ratkaisu on, että kaupat ja selvitykset tapahtuisivat senttimääräisinä, mutta tämä pienentäisi tietokenttään mahtuvaa enimmäisarvoa kahdella desimaalilla.

1.3.2 Denominaation muuttaminen kiinteällä vähimmäisnimellisarvolla ja rahallisilla korvauksilla — "ylhäältä alas "(top-down)

"Ylhäältä alas" -mallissa joukkolainan denominaation muuttaminen tapahtuu yksittäisille papereille määrätyn vähimmäisnimellisarvon pohjalta. Alkuperäinen emissio pilkotaan "osuuksiin", joilla on yhtä suuret vähimmäisnimellisarvot. Tämän jälkeen emission denominaatio muutetaan näistä "osuuksista" käsin euroksi muuntokertoimen avulla, ja tulos pyöristetään lähimpään senttiin. Emission uusi kokonaismäärä lasketaan kertomalla euromääräinen vähimmäisnimellisarvo osuuksien lukumäärällä. Uusi kokonaismäärä on todennäköisesti — pyöristyserojen vuoksi — erisuuruinen kuin jos laskutoimitus tapahtuisi yksinkertaisesti muuttamalla alkuperäinen kansallisen rahan määräinen kokonaismäärä euroiksi. Poikkeamat joudutaan tasoittamaan korvauksilla (esim. käteisenä), jottei keinotekoisesti lisättäisi tai vähennettäisi velkakannan kokonaismäärää.

Yksi ylhäältä alas -menetelmän eduista on, että käteisellä maksettavien korvausten ja yksittäisten velkapapereiden kokonaismäärän oikaisun avulla on mahdollista muodostaa uusia velkakirjoja, joiden euromääräiset nimellisarvot ovat tasalukuisia. Kuitenkin käteiskorvausten maksu altistaa joko liikkeeseenlaskijan tai sijoittajan jälleensijoitusriskille. Lisäksi on mahdollista, että niin liikkeeseenlaskija kuin sijoittajakin joutuvat maksamaan veroa käteiskorvauksista. Riskit ja mahdollinen vero olisivat todennäköisesti kuitenkin vähäisiä.

Toinen epätoivottava seuraus ylhäältä alas -menetelmään olennaisesti kuuluvista käteiskorvauksista on pieni, mutta ei merkityksetön muutos kuponkimaksujen muodostamaan kassavirtaan ja velkakirjan arvoon eräpäivänä. Nämä muutokset voisivat suhteellisen pieninäkin aiheuttaa häiriöitä johdannaismarkkinoilla. Sillä olisi vaikutusta ennen denominaation muuttamista toteutettuihin suojauksiin.

1.3.3 Denominaation muuttaminen kiinteällä vähimmäisnimellisarvolla ilman rahallisia hyvityksiä — "ylhäältä alas"

Kuten edellisessä menetelmässäkin alkuperäinen emissio pilkotaan "osuuksiin", joilla on kiinteä nimellisarvo, muutetaan denominaatioltaan euroiksi

muuntokertoimen avulla, ja pyöristetään lähimpään senttiin. Emission kokonaismäärä lasketaan samalla tavalla, mutta rahallisia hyvityksiä ei makseta.

Suurin epäkohta on, että pyöristysvirheet kasautuvat kunkin velkapaperin muuntamisen myötä. Niinpä asiakassalkun arvo voi muuttua huomattavastikin. Sama pätee emission kokonaisarvoon. Mikäli sijoittajat katsovat muuntamisen loukkaavan heidän laillisia oikeuksiaan, on mahdollista, että he ryhtyisivät oikeustoimiin. Lisäksi ilman hyvityksiä uudet euromääräiset velkakirjat eivät ole vakiokokoisia ja saattaisivat siten aiheuttaa ongelmia kaupankäynnissä ja selvityksessä.

1.3.4 Denominaation muuttaminen lähimpään tasalukuiseen euromäärään — "vapaavalintainen muuntomenetelmä"

Tämän menetelmän vahvuutena on, että kassavirtojen ja takaisinmaksettavan pääoman arvo pysyy ennallaan ja samalla päästään tasalukuisiin euromääräisiin velkakirjoihin. Jotta näin tapahtuisi, paperin nimellisarvo euroina muutetaan lähimpään tasalukuun. Käteiskorvauksia ei makseta, mutta nimellisarvon muutokset kompensoidaan sovittamalla kuponkikorkoa ja takaisin maksettavaa lainan määrää niin, että kaikki kassavirrat pysyvät samoina. Näin ollen johdannaistuotteisiin ei pitäisi aiheutua häiriöitä.

Haittapuolena olisi kuitenkin epäjatkuvuus vanhan hinnan ja denominaatioltaan muutetun hinnan välillä — lainapääoman muuttuminen kompensoinnissa saattaisi aiheuttaa ongelmia joihissakin tuotonlaskentajärjestelmissä ja aiheuttaa sekaannusta, kun aiemmin identtisten velkapapereiden vastaavuus ei säilyisi. Lisäksi on mahdollista, että velkapaperin nimellisarvon muuttaminen lähimpään eurotasalukuun on ristiriidassa sen vaatimuksen kanssa, että koko muuntokerrointa käytetään muunnoksissa kansallisesta valuutasta euroon.

1.3.5 Denominaation muuttaminen vaihteleviin euromääriin — "pyöristämätön ylhäältä alas"

Tämä on ylhäältä alas -menetelmän muunnelma, jossa vältytään korvausmaksuilta. Suurin osa emissiosta muunnetaan euromääräisiksi velkakirjoiksi tasasuuruisilla nimellisarvoilla. Kuten toisessakin ylhäältä alaspäin -mallissa alkuperäinen emissio pilkotaan "osuuksiin", joiden denominaatio muutetaan euroiksi. Osuudet asetetaan kuitenkin kahdenlaiseen nimellisarvoryhmään. Ensimmäisen ryhmän nimellisarvo määritetään siten, että muunnon jälkeen velkakirjat ovat euromäärältään tasaisia. Toisen ryhmän velkakirjat, joita ei voitu muuntaa kokonaisiin euroihin, muunnetaan velkakirjoiksi, joiden euromäärät eivät ole tasalukuja.

Tämän lähestymistavan etuina on, että suurin osa emissiosta voidaan muuntaa tasaisiksi euromääriksi, mikä helpottaa kaupankäyntiä ja parantaa likviditeettiä, tällöin ei tarvittaisi muutoksia kaupankäynti- ja selvitysjärjestelmiin, eikä samanaikaisesti myöskään olisi tarvetta korvausmaksuihin. Tässä menetelmässä kustannukset tulisivat kuitenkin euromäärältään epätasaisten papereiden haltijoiden kannettavaksi. Oletettavasti kaupankäyntikustannukset näillä papereilla olisivat korkeammat, ja ne olisivat myös paljon vähemmän likvidejä. Yhtenä ratkaisuna saattaisi olla tällaisten papereiden uudelleenpaketointi.

Esimerkki 1
Alhaalta ylös -menetelmä

Emissio sisältää kymmenen velkakirjaa, joiden kunkin nimellisarvo on 1000 kansallisen rahan yksikköä (kry), ja se pilkotaan kolmeen omistussalkkuun: salkussa "A" on kaksi paperia (kry 2.000), salkussa "B" on kolme paperia (kry 3.000) ja salkussa "C" on viisi paperia (kry 5.000). Muunto toteutetaan salkkukohtaisesti käyttäen muuntokurssina kerrointa 1 euro = kry 6,39785. Siten salkkujen määrät ovat muuntamisen jälkeen: "A" 312,61 euroa, "B" 468,91 euroa ja "C" 781,51 euroa. Emission uusi kokonaismäärä on siten euroina 1.563,03, joka on yhtä kuin kry 10.000,03. Yksinkertaisella muuntotoimenpiteellä alkuperäinen emission kokonaismäärä olisi 1563,02510 euroa. Pyöristysvirhe on siis hyvin pieni.

Mikäli samainen emissio muunnettaisiin yksittäisten velkakirjojen pohjalta, omistussalkkujen koostumus olisi seuraava: "A" 312,60 euroa (156,30 euroa x kaksi kpl), "B" 468,90 euroa (156,30 euroa x kolme kpl) ja "C" 781,50 euroa (156,30 euroa x viisi kpl). Tässä esimerkissä kaikkien salkkujen arvo on pienentynyt yhden sentin. Mitä suuremmasta salkusta on kysymys, sitä suurempi on tappio (tai voitto). Muunnon jälkeen emission kokonaismäärä on 1563,00 euroa, ja ero on jälleen 2,5 senttiä suurempi.

2. esimerkki

Ylhäältä alas -menetelmä korvausmaksuin

Emissio, joka on laskettu liikkeelle kansallisen rahan yksikössä (kry) pilkotaan nimellisarvoltaan yhden kry:n "osuuksiin". Nämä "osuudet" kootaan yhteen uusiksi nimellisarvoltaan yhden euron suuruisiksi velkakirjoiksi muuntokerrointa käyttäen. Velkakirjojen arvojen poikkeamat tasaluvuista suoritetaan korvausmaksuilla (vaikka ratkaistavana onkin pieni jälleensijoittamiseen liittyvä riski). Siten kymmenestä velkakirjasta, joiden kunkin nimellisarvo on kansallisen rahan yksikköinä 1000, koostuva emissio pilkotaan 10 000 1 kry:n osuuteen. Olettaen, että euron muuntokerroin on kry 6,39785, sijoitus muuttuu 1563:ksi nimellisarvoltaan yhden euron velkakirjaksi. Omistusosuudessa oleva ero on kaksi senttiä (10 000/6,39785 = 1563,0251). Siten emissio muunnettaisiin alkuperäisestä kymmenestä 1000 kryn velkakirjasta 1563:ksi yhden euron määräiseksi velkakirjaksi ja velkakirjojen haltijoille maksettaisiin samalla korvausta kaksi senttiä.

Alhaalta ylös -menetelmä ilman hyvitysmaksuja

Emissio, joka sisältää kymmenen nimellisarvoltaan 1000 kansallisen rahayksikön (kry) velkakirjaa, muunnetaan kymmeneksi 156,30 euron velkakirjaksi pitäen muuntokertoimena kerrointa, jossa yksi euro on kry 6,39785 (1000/6,39785 = 156,30251). Emissio siten muuntuu kymmenestä yhteensä 10,000 kryn velkakirjasta kymmeneksi velkakirjaksi, joiden yhteismäärä on 1563 euroa.

Ylhäältä alas -menetelmä epätasalukuisia kokoja käyttäen

Emissio, joka sisältää kymmenen kansallisen rahayksikön velkakirjaa, jotka jokainen on nimellisarvoltaan kry 1000, pilkotaan viiteentoista tasalukuiseen eurovelkakirjaan ja yhteen suuruudeltaan epätasalukuiseen velkakirjaan. Pitäen muuntokertoimena kerrointa, jonka mukaan yksi euro on kry 6,39785, velkakirjasalkku muuntuu muotoon, joka sisältää 15 suuruudeltaan 100 euron velkakirjaa ja yhden suuruudeltaan 63,03 euron velkakirjan (kry 10000/6,39785 = 1563,0251 = 15x100 + 1x63,03).

Vaihtoehtoisesti epätasalukuisen osuuden pienentämiseksi voitaisiin velkakirjan nimellisarvoksi valita 50 euroa, jolloin tuloksena olisi 31 suuruudeltaan 50 euron velkakirjaa ja yksi velkakirja suuruudeltaan 13,03 euroa.

3. esimerkki

Vapaavalintainen muuntomenetelmä

Kymmenen kansallisen rahayksikön määräistä velkakirjaa, joiden kunkin nimellisarvo on kry 1000 ja kuponkikorko 5%, muutetaan lähimpään tasalukuun käyttäen muuntokerrointa, jossa yksi euro on kry 6,39785. Kunkin velkakirjan nimellisarvo muutetaan kuudeksi euroksi ja samalla kuponkikorkoa ja lunastushintaa korjataan.

- kunkin paperin uusi kuponkikorko on 5 kerrottuna 156,39785:lla ja jaettuna 156:lla.

- lunastushinta on 1000 kerrottuna 156,39785:lla ja jaettuna 156:lla.

Jos sama vapaavalintainen velkakirjan suuruus valittaisiin kunkin kansallisen rahayksikön osalta, kaikkiin velkakirjoihin sovellettaisiin samaa muuntokerrointa, mikä helpottaisi asiaa. Kaikki kassavirrat pidettäisiin samoina maksujen rahamäärien pyöristystä koskevien yleisiä käytäntöjä noudattaen.

1.4 Denominaatioltaan muunnettuja lainoja koskevat käytännöt

Sopimusten jatkuvuuden periaatteen mukaisesti alkuperäiset sopimusehdot pysyvät voimassa myös denominaatioltaan muutetun emission osalta. Pitäytyminen alkuperäisiin sopimusehtoihin varmistaa sen, että velkakirjojen haltijoiden oikeudet säilyvät ennallaan ja että kassavirrat ja suojausasemat pysyvät muuttumattomina. Alkuperäisissä oikeudellisesti velvoittavissa asiakirjoissa määritellyt ehdot pysyvät voimassa kaikilta osin. Työryhmä suosittelee, että olemassaolevat sopimukset pidetään voimassa niin denominaatioltaan muutettujen lainojen kuin kaikkien olemassaolevien emissioiden ja instrumenttien osalta.

Markkinat eivät edellytä, että denominaatioltaan muutettuihin lainoihin sovelletaan samoja käyntäntöjä kuin uusiin euromääräisiin emissioihin. Papereiden välinen vaihdettavuus ei tästä heikenny, sillä markkinat pystyvät käsittelemään muunnoksia. Lisäksi käytäntöjen muuttaminen ei ainakaan missään tapauksessa ole eurosta annetun neuvoston asetuksen soveltamisalaan kuuluva asia.

1.5 Vaihtotarjoukset

Vaihtotarjous antaa liikkeeseenlaskijoille välineen, jonka avulla voidaan muuttaa lainan denominaatiota ja nimellisarvoa sekä yhdistellä velkaa suuremmiksi ja lukumäärältään vähäisemmiksi emissioiksi. Tämä parantaisi likviditeettiä ja vähentäisi lainan liikkeeseenlaskijoiden rahoituskustannuksia. Olisi myös mahdollista ottaa käyttöön uusia euroemissioita koskevia markkinakäytäntöjä ja siten parantaa arvopaperien välistä vaihdettavuutta. Vaihtotarjoukset perustuvat vapaaehtoisuuteen, joten niitä varten ei tarvittaisi velkakirjojen haltijoiden suostumusta, eikä haltijoilla myöskään olisi velvollisuutta hyväksyä denominaatioltaan muutettuja velkakirjoja. Markkinakokemusten perusteella varjopuolena on, että vaihtotarjousten tekeminen on kallista, altistaa liikkeeseenlaskijan markkinariskeille tarjouksen ollessa avoinna ja saattaa tehdä alkuperäisen emission jäljelle jäävästä osasta epälikvidin.

1.6 Markkinasäännöt ja -käytännöt

Markkinakäytäntöjen nykyistä pidemmälle viety yhdenmukaistaminen kohti parhaita käytäntöjä on tavoite, johon kannattaa pyrkiä EMUsta riippumatta. Markkinoiden toimintasääntöjen ja käytäntöjen yhdenmukaistaminen ei ole mahdollista ilman kustannuksia. Kustannuksia kuitenkin syntyy euroa käyttöönotettaessa riippumatta siitä, liittykö siihen yhdenmukaistamista tai ei. Voidaan myös ajatella, että ilman yhdenmukaistamista järjestelmien kehittäminen on kalliimpaa, kun samanaikaisesti olisi hallittava monia erilaisia euroa koskevia käytäntöjä. Yhdenmukaistamiseen liittyvät kustannukset tulevat suurelta osin

markkinoiden itsensä maksettaviksi, joten on täysin oikeutettua, että markkinat päättävät valittavasta toimintalinjasta. Yhtenä mahdollisuutena on siirtyä kohti käytäntöjä, jotka ovat nykyään yleisimpiä, mutta tämä ei saa johtaa tehottomien tai vanhentuneiden käytäntöjen omaksumiseen. Koska kansalliset markkinat haluavat luonnollisesti säilyttää niille tutut järjestelmät, yhdenmukaistaminen jonkin käytössä olevaan kansalliseen standardin pohjalta olisi ongelmallista niille maille, jotka joutuisivat luopumaan omista järjestelmistään. Yksi mahdollinen ratkaisu olisi yhdenmukaistaminen jonkin kansainvälisesti tunnustetun käytännön pohjalta, esim. eurodollarimarkkinoiden mukaisesti. Markkinayhdistysten tekemän laajamittaisen työn perusteella samoin kuin viimeaikaisen euron markkinakäytäntöjä koskevan yhteisen julkilausuman perusteella on tullut selväksi, että markkinat kannattavat yhdenmukaistamista ja että tavoitteena tulisi olla tehokkuuden ja markkinoiden läpinäkyvyyden kannalta parhaiden markkinakäytäntöjen valitseminen.

Yhdenmukaisten markkinakäytäntöjen luominen uusia, EMUn kolmannen vaiheen alun jälkeen käsiteltäviä euromääräisiä sopimuksia varten on sinänsä yksinkertaista. On kuitenkin otettava huomioon myös uusien käytäntöjen vaikutus esim. kykyyn pystyä toteuttamaan kansallisen rahan määräisiä sopimuksia ilman häiriöitä sekä denominaatioltaan muutettuun velkaan. Uusien käytäntöjen kohdistaminen vanhoihin sopimuksiin voisi johtaa halutun taloudellisen vaikutuksen häviämiseen. Esimerkiksi pankkipäiväkäytännön muuttaminen voisi johtaa siihen, että positio ei enää välttämättä olisi täysin suojattu, jos suojauksen toinen puoli pitäisi toteuttaa päivää myöhemmin kuin mitä oli alunperin tarkoitus.

Jotta yhdenmukaistamista voisi edetä, seuraavista asiakohdista tulisi päättää:

1.6.1 Koronlaskukäytäntö

Koronlaskukäytännössä keskeistä on koron laskennassa huomioon otettava päivien määrä.

EU:n alueella käytäntö vaihtelee maittain, ja joissakin maissa koronlaskukäytäntö poikkeaa joukkovelkakirja- ja rahamarkkinoiden välillä.

Nykyiset käytännöt EU:ssa joukkovelkakirjamarkkinoilla:

Maa	Koronlaskutapa
- Itävalta	30/360
- Belgia	30/360
- Tanska	30/360
- Suomi	30/360
- Ranska	tod./tod.
- Saksa	30/360
- Kreikka	tod./365
- Irlanti	30/360
- Italia	30/360 + 1 päivä
- Luxemburg	30/360
- Hollanti	30/360
- Portugali	30/360

- Espanja	tod./tod.
- Ruotsi	30/360
- Englanti	tod./365
- eurobondit	30/360

Laskukäytäntö 30/365 on yleisin. Se tuli käyttöön pitkälti markkinoiden kehittyessä aikanaan käytössä olleiden laskentajärjestelmien kapasiteettirajoitusten seurauksena. Se on vanhentuneesta teknologiasta juontuva jäänne, ja sillä on tunnetut puutteensa. Siirtyminen tod./365 (todelliset päivät/365) tai tod./tod. -käytäntöön olisi täysin mahdollista nykyjärjestelmillä, ja se toisi monia etuja.

Tod. /tod. -käytäntö olisi tarkin tapa laskea velalle kertynyttä korkoa, ja olisi siten paras käytännön ratkaisu. Lisäksi siihen siirtyminen vastaisi Yhdysvaltain valtion joukkolainamarkkinoiden omaksumaa käytäntöä. Tod./365 -käytäntö taas olisi yhdenmukainen Japanin valtiolainamarkkinoiden kanssa. On myös ehdotettu, että tod./tod. otettaisiin käyttöön vuoden 1999 jälkeen liikkeeseen laskettavissa eurolainoissa. Käytännössä tod./365 ja tod./tod. -käytännöissä on eroa vain karkausvuosien käsittelyn osalta. Siirtyminen pois 30/360 -käytännöstä lisäisi sijoittajien ja analyytikoiden saatavilla olevaa informaatiota eurolainoista suhteessa dollari- ja jenilainoihin.

Euroopan rahapoliittisen instituutin ehdottama malli tod./360 -käytännön omaksumisesta rahamarkkinoille ja tod./tod. -käytännöstä joukkovelkakirjamarkkinoille ei aiheuttaisi vakavia ongelmia. Kuten edellä todettiin, kaksilla eri markkinoilla voidaan noudattaa erilaisia käytäntöjä. Esimerkiksi repo-kaupoissa vakuudeksi toimitettavien velkakirjojen päivälaskentaa käytetään vain, jotta voidaan laskea kertyneet korot. Repo-kauppaan sovelletaan rahamarkkinoilla vallitsevaa käytäntöä, vaikka se poikkeaakin joukkovelkakirjamarkkinoilla noudatettavasta käytännöstä.

Päivien laskentatapojen muutoksessa olisi otettava huomioon aiemmin tehtyjen sopimusten käsittely. Olisiko syytä esimerkiksi jatkaa "vanhoihin" instrumentteihin liittyvien laskelmien tekoa "vanhojen" koronlaskukäytäntöjen perusteella, vai voitaisiinko siirtyä kokonaan uusiin käytäntöihin? On tarkoituksenmukaista, että erilaisia käytäntöjä on käytössä samaan aikaan samoilla markkinoilla, ja vanhojen käytäntöjen käyttö loppuisi ajan myötä, jos uusiin emissioihin sovellettaisiin uusia käytäntöjä. Olisi kuitenkin olennaista varmistaa, että järjestelmät pystyisivät sopeutumaan ehdotettaviin muutoksiin.

1.6.2 Kupongin maksuväli

EU:ssa käytetään pääsääntöisesti vuosittaisia kuponkeja. Ainoastaan Italiassa ja Englannissa, joissa on kahdet suurimmista ja kehittyneimmistä joukkovelkakirjamarkkinoista EU:ssa, käytetään puolivuosittaisia kuponkeja. Puolivuosittaisten kuponkien käyttö parantaisi kassavirtojen täsmäytystä ja vähentäisi sijoittajien luottoriskiä. Tätä käytetään Yhdysvaltojen ja Japanin valtion joukkovelkakirjamarkkinoilla pääsääntöisesti. Näin ollen puolivuosittaisten kuponkien käytöstä olisi etua markkinoiden toiminnan ja erityisesti johdannaistuotteiden kannalta, ja sen ansiosta suora vertailu muihin maailman keskeisiin jvk-markkinoihin olisi helpompaa. Näyttää kuitenkin siltä, että tästä

asiasta ei vallitse yksimielisyyttä. Liikkeeseenlaskijoille ne merkitsivät lisäkustannuksia. Piensijoittajien tiedetään myös suosivan vuosittaisia kuponkeja.

1.6.3 Pankkipäivät

Arkipyhien erot eri jäsenvaltioissa tuskin muuttuvat lyhyellä aikavälillä. Tämä sattaa haitata euron käyttöä. Niinpä paras ratkaisu olisi luoda pankkipäivälle vakiomääritelmä. Esimerkiksi ecun käytössä on sama ongelma on ratkaistu siten, että ECU Banking Association laatii pankkipäiväkalenterin ecua varten. Menetelmä on monimutkainen, mutta pääperiaattena on, etta selvitykset ecuina ovat mahdollisia ainoastaan päivinä, jolloin useat markkinat EU:ssa ovat avoinna. Käytännössä ecukalenteriin ei suhtauduta myönteisesti, eikä vastaava ratkaisu euron osalta luultavasti saisi markkinoiden hyväksyntää.

Eräs vaihtoehto olisi määritellä pankkipäivä päiväksi, jona TARGET ja yksi selvitysjärjestelmä on avoinna. Tämä antaisi käyttöön eniten pankkipäiviä, koska TARGETin on ehdotettu CEDELin ja Euroclearin tapaan toimivan kaikkina päivinä lukuun ottamatta joulupäivää ja uudenvuodenpäivää. Yhteisestä käytännöstä on syytä sopia, jotta euroympäristössä olisi mahdollisimman monta pankkipäivää, mikä tarjoaisi joustavat mahdollisuudet kassavirtojen täsmäytykseen.

1.6.4 Arvopäivät euron käytössä

Arvopäiväkäytännöt vaihtelevat suuresti EU:n eri markkinoiden välillä. Yleisin pankkien välinen arvopäiväkäytäntö on avistakaupan standardi, jossa arvopäivä on kaksi päivää kaupantekopäivän jälkeen. Tämä olisi sopiva vakiokäytäntö myös euromääräisiä rahamarkkinakauppoja varten. Jos vakiokäytäntöä ei valita, euromarkkinoiden kitkaton toiminta voi häiriytyä, ja pankkipäiväkysymyksen ratkaisu vaikeutua.

Kansainvälisesti vaihdettujen joukkovelkakirjojen arvopäivä on nykyään pääsääntöisesti kolmas pankkipäivä kaupantekopäivästä. Selvitysriskien pienentämisestä koituvien ilmeisten etujen ja reaaliaikaisten bruttoselvitysjärjestelmien käyttöön oton tarjoamien mahdollisuuksien valossa lyhyempään selvitysaikaan siirtyminen on todennäköistä. Nykyisen T+3 -käytännön säilyttäminen euroympäristössä ainakin lyhyellä aikavälillä saattaa kuitenkin aiheuttaa vähiten häiriöitä.

EU:ssa yleisimpänä käytäntönä koron määräämispäivän ja sen sopimukseen soveltamisen välisenä aikana on kaksi päivää. Tätä olisi sovellettava euromääräisiin sopimuksiin.

2 Osakemarkkinat

2.1 Yleiset näkökohdat

Yleisesti euron vaikutus järjestyneillä osakemarkkinoilla näyttää olevan vähäisempi ja epäsuorempi kuin rahoitusmarkkinoiden muilla lohkoilla.

Liikkeeseenlaskijat toimivat yleensä pääasiassa omilla kansallisilla osakemarkkinoillaan. Kaupankäynti keskittyy tavallisesti likvideimpään markkinapaikkaan, joka yleensä on kotimarkkina. Noteerauspaikkan valintaan vaikuttavat pääasiassa muut tekijät kuin denominaatiovaluutta (liikkeeseenlaskijan

pääasiallisen toiminnan maantieteellinen jakautuminen, pääkonttorin sijaintimaa, listautumisvaatimusten sopivuus ja tapa, miten osakemarkkinat on järjestetty).

Yhteisen rahan käyttöönotto ja valuuttakurssiriskin poistuminen euroalueella eivät ainakaan lyhyellä aikavälillä muuta liikkeeseenlaskijoiden ja niiden kotimarkkinoiden välillä vallitsevaa suhdetta.

Keskipitkällä aikavälillä yhteinen raha ja sijoituspalveludirektiivin[2] täytäntöönpano kansallisella tasolla lisäävät kilpailua kansallisilla markkinoilla ja saattavat vaikuttaa osakemarkkinoiden rakenteeseen.

Sijoituspalveludirektiivissä annetaan ulkomaisille välittäjille oikeus harjoittaa toimintaa kansallisilla markkinoilla joko fyysisen läsnäolon (esim. sivukonttorin) tai toisesta jäsenvaltiosta käsin tapahtuvan etätoiminnan avulla. Edellytykset elektronisen kaupankäynnin avulla tapahtuvalle etätoiminnalle ovat jo olemassa. Kotimaisten arvopaperimarkkinoiden avautuminen lisää likviditeettiä kansallisilla markkinoilla ja saattaa jopa vahvistaa liikkeeseenlaskijoiden ja niiden kotimarkkinoiden välisiä yhteyksiä.

Teknisestä näkökulmasta katsottuna euron käyttöönotto edellyttää itse pörsseiltä suhteellisen harvoja muutoksia.

Erityisesti niille pörsseille, jotka jo toimivat monivaluuttaympäristössä, siirtyminen euroon on teknisesti yksinkertaista.

2.2 *Vaikutus markkinoiden toimintaan ja yritysten päätöksiin*

Euron käyttöönoton seurauksena markkinoiden ja markkinaosapuolten on tarkistettava toiminta- ja ohjemenettelynsä ja muutettava kaupankäynti-, selvitys- ja informaatiojärjestelmiänsä. Yritysten on huolehdittava osakepääomansa muuntamisesta ja tästä syystä ratkaistava denominaation muuttamiskysymykset.

Euron käyttöönotto tarjoaa tilaisuuden yhdenmukaistaa markkinasääntöjä ja -käytäntöjä. Yhdenmukaistamisesta koituvia hyötyjä on kuitenkin arvioitava siitä aiheutuvien kustannusten sekä siirtymän sujuvuuden valossa.

Jonkin verran koordinaatiota tarvitaan johdannaismarkkinoilla. Pörssien on varmistettava, että kansallisiin johdannaismarkkinoihin sovelletaan yhteistä käytäntöä.

2.2.1 Pörssitoiminta

Markkinatoimijat odottavat pörssien määrittelevän omat siirtymästrategiansa, ja markkinat tulevat tukeutumaan pörsseihin päättäessään siirtymästrategiasta yhteisten järjestelmien osalta.

Euroopan tärkeimmät pörssit Euroopan pörssiliiton (Federation of European Stock Exchanges) johdolla ovat ilmoittaneet aikovansa toteuttaa nopean kertakaikkisen muutoksen ("Big Bang").

---

2 Sijoituspalveluista arvopaperimarkkinoilla 10 toukokuuta 1993 annettu neuvoston direktiivi 93/22/ETY, EYVL N:o L 141, 11.6.1993, s. 27

Tämä tarkoittaisi sitä, että 4.1.1999 alkaen pörssit kävisivät kauppaa ja noteeraisivat kaikki arvopaperit euroina.

Tämä suunnitelma peruu seuraaviin näkökohtiin:

- Yhteinen siirtymäpäivä, joka koskisi kaikkia järjestyneitä markkinoita (raha-, joukkovelkakirja-, osake-, johdannaismarkkinoita pörssissä ja pörssin ulkopuolella), antaisi markkinaosapuolille mahdollisuuden suunnitella omia järjestelmiään tietäen, että kaikki arvopaperikaupat tehdään euroina.
- Monille pörsseille tämä vaihtoehto liittyy niiden kyvyttömyyteen hoitaa monen eri valuutan määräistä kaupankäyntiä.
- Koska osakkeen nimellisarvon ja markkinahinnan välillä ei ole merkittävää yhteyttä, arvopaperinoteerausten ja -kauppojen suorittamiselle osaksi euroina ja osaksi kansallisina rahoina ei ole vahvoja perusteita.

Lähtökohtana on, että tiettyä arvopaperia koskevissa noteerauksissa, toimeksiannoissa ja kauppojen ilmoituksissa käytetään vain yhtä valuuttaa.

Yleisesti ollaan yhtä mieltä siitä, että kaksoisnoteerauksia (kaksi hintaa, joista toinen euroina ja toinen kansallisena rahana) on syytä välttää monesta syystä:

- oikeudelliset näkökohdat: pörssissä noteerataan vain yksi kurssi

- kahden valuutan rinnakkaisesta käytöstä saman arvopaperin kohdalla koituvat kustannukset ja monimutkaisuudet vähentävät vaihtoehdon kiinnostavuutta pörssien ja välittäjien kannalta.

- väärinkäsitysten vaara yleisön keskuudessa.

"Big Bang" -muutos merkitsisi seuraavaa:

- Kaupankäyntijärjestelmien ruuduilla näkyvät noteeraukset olisivat euroina.
- Kaupat toteutettaisiin, rekisteröitäisiin, täsmäytettäisiin, vahvistettaisiin ja lähetettäisiin selvitettäväksi euroina. Markkinoiden välinen selvitys tapahtuisi euroina.
- Välittäjien on tehtävä tarpeellinen muunto voidakseen toteuttaa asiakkaidensa tilitapahtumat näiden valitsemassa valuutassa.

Muuntokurssien kiinnittämispäivä:

Pörssit ovat ilmaisseet toiveensa saada tietää muuntokurssit etukäteen (ainakin kuukautta ennen). Kuitenkin nyt esiteteltävien muuntosuunnitelmien mukaan kiinnittäminen tapahtuisi vuoden viimeisenä päivänä ja euron käyttöönotto 4. tammikuuta 1999.

Muuntokurssien tietäminen ennalta ei kuitenkaan näytä ratkaisevalta järjestelmien testaamisen kannalta. Testejä voitaisiin tehdä etukäteen käyttämällä muuntokurssin lähellä olevaa kurssia kuten senhetkistä ecun kurssia. Jotkin markkinat saattavat silti päättää ylimääräisestä päivästä (31. joulukuuta), jolloin ne ovat kiinni järjestelmien muuttamista ja testaamista varten.

Selvittämättömät toimeksiannot:

Äkillinen muutos merkitsisi, että kaikki kansallisen rahan määräisinä toteutetut, 1.1.1999 jälkeen selvitettävät kaupat olisi selvitettävä euroina. Muuntamisen toteuttavat pörssit ja arvopaperikaupan selvitysjärjestelmät.

Toteuttamatta jääneet toimeksiannot:

Vuoden 1998 viimeisenä pankkipäivänä toimituskeskusjärjestelmään toteuttamatta jääneet toimeksiannot olisi peruutettava.

Välittäjien on muunnettava ja syötettävä uudelleen tällaiset toimeksiannot.

Tästä aikomuksesta olisi ilmoitettava riittävän ajoissa, jotta välittäjät voivat sopia asiakkaidensa kanssa automaattisesta muuntamismenettelystä.

2.2.2 Denominaation muuttaminen

Osakemarkkinoilla denominaation muuttaminen merkitsee osakkeiden nimellisarvon muuntamista euromääräiseksi. Tällaisen yksinkertaisen muunnon yhteydessä voidaan muuttaa nimellisarvoa siten, että saadaan tasaluku.

Koska osakepääoma on pysyvä, denominaation muuttaminen on perustellumpaa kuin muiden arvopapereiden osalta. Vanhat denominaatiot eivät häviä asteittain itsestään kuten käy takaisinmaksettavalle velalle.

Denominaation muuttamisen vaikutukset markkinoiden likvidiyteen ja toimintaan näyttävät hyvin vähäisiltä tai jopa olemattomilta. Osakkeethan ovat kokonaisosakepääoman yksikköjä, joiden nimellisarvo ei vaikuta niiden markkinahintaan. Siten nimellisarvon ilmaisussa käytettävän valuutan muuttamisen ei pitäisi vaikuttaa osakkeen arvoon.

- MILLOIN DENOMINAATION MUUTTAMINEN ON TARPEEN?

Denominaation muuttaminen liittyy luontevasti yrityksen kirjanpitoyksikön vaihtamiseen euroon. Se on yrityksen päätettävissä oleva asia, joka ei riipu siitä, mitä pörssi päättää euroina tapahtuvasta kaupankäynnistä.

Denominaation muutoksen ei tarvitse tapahtua EMUn kolmannen vaiheen alussa — osakepääoman denominaation ei pitäisi vaikuttaa osakkeen arvoon eikä sijoittajien mahdollisuuksiin käydä kauppaa. Denominaation muutos voi tapahtua milloin tahansa vuosien 1999 ja 2002 välisenä aikana. Jos mitään ei ole tehty siirtymäkauden loppuun mennessä, denominaatio muuttuu automaattisesti 109 l artiklan 4 kohtaan perustuvan asetuksen mukaisesti.

Ylimääräisten kustannusten välttämiseksi yritys, joka haluaa muuttaa osakkeidensa denominaation, voi päättää asiasta yhtiökokouksessa. Päätös voidaan tehdä jo ennen vuotta 1999 valtuuttamalla johtokunta tekemään pääomaan määrättyjä muutoksia (siirtymällä ei-nimellisarvoisten osakkeiden käyttöön tai korottamalla pääomaa).

- KENEN ON PÄÄTETTÄVÄ DENOMINAATION MUUTTAMISESTA?

Denominaation muuttamisesta on päätettävä yhtiökokouksessa.

Joissakin tapauksissa voidaan tarvita muutoksia kansalliseen lainsäädäntöön.

Tämä on tarpeen joissakin maissa, jotta laki mahdollistaisi ei-nimellisarvoisten osakkeiden käyttöön, euromääräisten osakkeiden liikkeeseenlaskuun (mm. Ruotsissa) tai osakkeen vähimmäisnimellisarvon muuttamiseen.

- DENOMINAATION MUUTTAMISTA OHJAAVAT PERIAATTEET

Yleisesti katsotaan, että denominaation muutoksen seurauksena:

- äänioikeuksien ei pidä muuttua;

- haltijoita ei tule velvoittaa myymään mitään osaa omistuksestaan.

Lisäksi suhteellisissa hinnoissa tapahtuvien muutosten välttämiseksi näyttää toivottavalta, ettei liikkeeseenlaskettujen osakkeiden lukumäärä muuttuisi.

- MITEN DENOMINAATIO VOIDAAN SUORITTAA?

Yrityksellä, joka haluaa muuttaa osakepääomansa denominaation, on käytettävänään seuraavat neljä päävaihtoehtoa:

A) jättää osakkeiden euromääräinen nimellisarvo pysyvästi pyöristämättä

B) pyöristää osakkeen nimellisarvo muunnon yhteydessä lähimpään senttiin

C) vaihtaa osakkeille yhteinäinen, tasalukuinen euromääräinen nimellisarvo

D) siirtyä ei-nimellisarvoisiin osakkeisiin.

Näitä menetelmiä olisi käytettävä, jotta vältytään osakepääoman muunnetun nimellisarvon ja osakkeiden muunnettujen nimellisarvojen yhteenlasketun määrän välisiltä eroilta.

Seuraavassa esitetään esimerkkejä eri menetelmistä.

A) Osakkeiden jättäminen pyöristämättömään euromääräiseen nimellisarvoon

Tässä menetelmässä osakepääoma muunnetaan euromääräiseksi kiinteää muuntokurssia käyttäen (pyöristys ylös- tai alaspäin lähimpään senttiin), minkä jälkeen se jaetaan liikkeeseenlaskettujen osakkeiden lukumäärällä siten, että osakkeen euromääräistä nimellisarvoa ei pyöristetä.

Tämän menetelmän avulla vältyttäisiin osakepääoman muunnetun nimellisarvon ja muunnettujen osakkeiden yhteenlasketun nimellisarvon välisiltä eroilta. Yrityksen ei tarvitsisi osakkeenomistajien päätöksen lisäksi ryhtyä mihinkään toimenpiteisiin. Osakkeet voitaisiin pyöristää myöhemmin, kun yritys haluaa toteuttaa rahastoannin.

Pyöristysvirheiden välttämiseksi saattaa olla tarpeen ilmaista osakkeiden nimellisarvo usean desimaalin tarkkuudella. Ensi näkemältä vaikuttaa siltä, ettei tämä aiheuta mitään seurauksia.

Pyöristämätön nimellisarvo ei kuitenkaan ole ehkä käytännöllinen, ja desimaalien lukumäärää on rajoitettava ainakin raportointia varten (esim. yhtiöjärjestyksessä). Jos nimellisarvo pyöristetään, osakepääoma muuttuisi, mikä edellyttäisi yritykseltä lisätoimenpiteitä.

B) Kunkin osakkeen muunto euroiksi ja pyöristys lähimpään senttiin

Tämän menetelmän mukaan osakkeen nimellisarvo muunnetaan euromääräiseksi käyttämällä kiinteitä muuntokursseja ja EY:n perustamissopimuksen 235 artiklaan perustuvassa asetuksessa esitettyjä pyöristyssääntöjä. Nimellinen osakepääoma on siten liikkeeseenlaskettujen osakkeiden nimellisarvon yhteenlaskettu määrä.

Jos yritys ei ole ryhtynyt erityisiin toimenpiteisiin siirtymäajan lopussa, osakkeiden nimellisarvo katsotaan muunnetuksi euromääräiseksi tämän menetelmän mukaisesti.

Tätä menetelmää käytettäessä yksittäisten osakkeiden pyöristyskorjausten yhteenlaskettu määrä muuttaa yrityksen osakepääoman nimellisarvoa.

Yrityksellä on kaksi vaihtoehtoa tämän poikkeaman oikaisemiseksi:

1) korottaa osakepääomaa rahastoja purkamalla

2) alentaa osakepääomaa siirrolla rahastoihin.

Vaihtoehtoihin liittyy erilaisia näkökohtia:

Rahastojen purkaminen ei soveltuisi yrityksille, joilla ei ole riittävästi vapaaseen pääomaan kuuluvia rahastoja.

Osakepääoman alentaminen saattaa olla kiellettyä kansallisen lainsäädännön nojalla tai se saattaa vaatia erityistä menettelyä (Britanniassa edellytettäisiin tuomioistuimen hyväksyntää).

Osakepääoman muutokset saattavat aiheuttaa veroseuraamuksia osakkaille.

Tarvittava osakepääoman korotus tai alentaminen riippuu muuntokurssista ja osakkeiden nimellisarvosta ja lukumäärästä. Vaikutus on suurempi osakkeissa, joiden nimellisarvo on pieni ja liikkeeseen laskettu määrä suuri.

C) Nimellisarvon muuttaminen tasaeuroluvuksi 1 euron yhtenäisen nimellisarvon toteuttamiseksi

Tämän menetelmän mukaan osakepääoma muunnetaan euromääräiseksi kiinteitä muuntokursseja käyttäen (pyöristys ylös- tai alaspäin lähimpään euroon). Osakepääoma jaetaan osakkeiksi, joista kunkin nimellisarvo on 1 euroa. Jotta osakas säilyttää alkuperäisen osuuden osakepääomasta, euromääräistä osakepääomaa ja siten osakkeiden määrää on vastaavasti korjattava.

Tämä voitaisiin toteuttaa joko korottamalla tai alentamalla osakepääomaa.

Vaikutus osakepääomaan olisi vielä suurempi kuin yksinkertaisessa denominaation muuttamisessa, jossa pyöristetään lähimpään senttiin.

Olisi myös mahdollista käydä kauppaa osakkeiden osilla ja pitää osakepääoma ennallaan. Tämä aiheuttaisi erittäin korkeita kustannuksia, koska se edellyttäisi joko muutoksia pörssin menetelmiin tai sitä, että välittäjät kävisivät kauppaa osakkeiden osilla kokonaisten osakkeiden muodostamiseksi. Menetelmä edellyttäisi lisäksi, että osakkaat myyvät osan osakkeistaan.

Nimellisarvon muuttaminen muuttaisi yrityksen liikkeeseenlaskemien osakkeiden lukumäärää, jolloin osakkeiden näkyvät hinnat muuttuisivat.

Koska osakkeen hinta ei riipu nimellisarvosta, näyttää siltä, ettei yhtenäisestä nimellisarvosta Euroopassa ole hyötyä. Tällainen yhdenmukaistaminen olisi lisäksi vaikeasti toteutettavissa nimellisarvojen vaihdellessa eri puolilla Eurooppaa.

D) Siirtyminen ei-nimellisarvoisiin osakkeisiin

Järjestelmässä, jossa osakkeilla ei ole nimellisarvoa, osakkeet ovat vain osuus osakepääomasta. Tällaiset osakkeet voidaan muuntaa euromääräisiksi varsin helposti. Kun ensin yrityksen yhtiöjärjestystä muutetaan sallimaan ei-nimellisarvoiset osakkeet, lisätään mainita osakepääomasta ja, liikkeeseen laskettujen osakkeiden lukumäärästä ja liikkeeseenlaskettavasta vähimmäismäärä, ei euroon muuntaminen edellytä muita toimenpiteitä.

Ei-nimellisarvoisia osakkeita käytettäessä mahdollisia osakekirjoja ei tarvitse vaihtaa fyysisesti. Osakkeiden hintoja voidaan alentaa yksinkertaisesti pilkkomalla osakkeita, eikä osakepääoman korotus tai alentaminen ole tarpeen.

Siirtyminen ei-nimellisarvoisiin osakkeisiin antaa yritykselle mahdollisuuden välttää pääomaa vaativia ja kustannuksia aiheuttavia toimia.

Osakkeet, joilla ei ole nimellisarvoa, hyväksytään toisessa yhteisön yhtiölakidirektiivissä[3], mutta monista maista puuttuu vielä tähän perustuva lainsäädäntö. Lyhyellä aikavälillä kansallisen lainsäädännön muuttaminen olisi tarpeen ei-nimellisarvoisiin osakkeisiin perustuvan ratkaisun toteuttamiseksi.

- OSAKEKIRJAT

Lakisääteinen velvollisuus vaihtaa osakekirjat denominaatiota muutettaessa merkitsisi huomattavaa työtä osakerekistereille ja merkittäviä kustannuksia liikkeeseenlaskijoille.

Jos denominaation muutos tapahtuu vuonna 2002 perustamissopimuksen 109 l artiklan 4 kohtaan perustuvan asetuksen mukaisesti, osakekirjojen korvaaminen ei ole tarpeen edellyttäen, että denominaation muutos toteutetaan kiinteää muuntokurssia käyttäen ja 235 artiklaan perustuvassa asetuksessa määriteltyjen pyöristämissääntöjen mukaisesti. Jos kuitenkin nimellisarvo muuttuu osakkeiden lukumäärän muuttuessa, on todennäköistä, että osakekirjat olisi vaihdettava.

Yritykset saattavat käyttää tämän tilaisuuden osakkeidensa muuttamiseksi arvo-osuuksiksi, ellei tätä ole jo tehty aiemmin.

ESIMERKKEJÄ
Osakkeen nimellisarvon muuntaminen euromääräiseksi kiinteää muuntokurssia käyttäen merkitsisi sitä, että euroina ilmaistussa nimellisarvossa olisi useita desimaaleja. Seuraavat esimerkit havainnollistavat eri menetelmien erilaisia vaikutuksia.
Yrityksen osakepääoma: 250 000 000 (kansallisena rahayksikkönä ilmaistuna, kry)

3 13 päivänä joulukuuta 1976 annettu toinen neuvoston direktiivi 77/91/ETY niiden takeiden yhteensovittamisesta samanveroisiksi, joita jäsenvaltioissa vaaditaan perustamissopimuksen 58 artiklan 2 kohdassa tarkoitetuilta yhtiöiltä niiden jäsenten sekä ulkopuolisten etujen suojaamiseksi osakeyhtiöitä perustettaessa sekä niiden pääomaa säilytettäessä ja muutettaessa, EYVL N:o L 26, 30.1.1977, s. 1

jaettu 50 000 000 osakkeeseen, joiden kunkin nimellisarvo on 5 kry

muuntokurssiksi oletetaan 1,95591

Esimerkki 1: A-vaihtoehto "pyöristämätön nimellisarvo"

Osakepääoma euroina: 250 000 000/1,95591 = 127 817 742,13

Osakkeen nimellisarvo euroina: 127 847 742,13/50 000 000 = 2,5563548426

Esimerkki 2: B-vaihtoehto "osakkeen nimellisarvo pyöristettynä lähimpään senttiin"

Osakkeen nimellisarvo euroina: 5/1,95591 = 2,556354842503⇒(pyöristettynä lähimpään senttiin) = 2,56

Osakepääoma : 2,56 x 50.000.000 = 128.000.000 euroa

Vaadittava osakepääoman korotus = 182.257,87 euroa

Esimerkki 3: C-vaihtoehto "osakkeiden nimellisarvon muuttaminen 1 euroksi"

Osakepääoma: 250.000.000/1,95591= 127.817.742 (pyöristettynä lähimpään euroon)

jaettuna 127.817.742 yhden euron arvoiseen osakkeeseen

osakkeen entinen nimellisarvo 5 kry = 2,56 euroa

1) Osakepääoman korottamisvaihtoehto

osakas saa 3 kappaletta yhden euron osakkeita kutakin 5 kry-määräistä osakettaan vastaan

osakepääoma yhteensä= 150.000.000 euroa

vaadittu osakepääoman korotus: 22.182.258 euroa (17,35 %)

2) Osakepääoman alentamisvaihtoehto

osakas saa 2 kappaletta yhden euron osakkeita kutakin 5 kry-määräistä osakettaan vastaan:

osakepääoma yhteensä = 100.000.000

vaadittu osakepääoman alentaminen: 27.817.742 euroa (21,76%)

Esimerkki 4: D-vaihtoehto "ei-nimellisarvoiset osakkeet"

250.000.000 kryn suuruinen osakepääoma jakautuu 50.000.000 osakkeeseen

jokainen osake edustaa 1/50.000.000 osuutta osakepääomasta

muuntamisen jälkeen: osakepääoma = 127.817.742,13 euroa

jokainen osake edustaa yhä 1/50.000.000 osuutta osakepääomasta.

YHTEENVETO

Osakkeiden denominaation muutos on yrityksen päätettävissä oleva asia, joka ei liity markkinoiden toimintaan. Välitön denominaation muutos ei tästä syystä ole tarpeen.

Jos yritys haluaa muuttaa osakkeidensa denominaation, useita vaihtoehtoja on käytettävissä.

Kiinteiden muuntokurssien vuoksi ei ole mahdollista välttyä pyöristysvirheiltä, vaikka osakkeiden nimellisarvot ilmaistaisiin usean desimaalin tarkkuudella.

Pääoman korottaminen voisi olla kiinnostava vaihtoehto joillekin liikkeeseenlaskijoille ja helposti toteutettavissa edellyttäen, että yhtiökokous on antanut asiassa suostumuksensa (toisen yhtiölakidirektiivin mukaisesti).

Helpoin ratkaisu olisi siirtyminen osakkeisiin, joilla ei ole nimellisarvoa. Maissa, joiden lainsäädäntö ei näitä salli, tarpeelliset lakimuutokset olisi valmisteltava mahdollisimman pian.

On ehdotettu kansallisen tason lainsäädännöllisiä toimia prosessin helpottamiseksi (esim. sallimalla denominaation hyväksyminen johtokunnan päätöksellä).

Tällaisen poikkeuksen saatettaisiin kuitenkin tulkita velvoittavan osakkaat euron käyttöön, mikä olisi ristiriidassa 109 l artiklan 4 kohtaan perustuvassa asetuksessa mainittujen periaatteiden kanssa.

Liikkeeseenlaskijoiden suuren määrän ja osakkeiden erilaisten arvojen aiheuttamista ilmeisistä ongelmista huolimatta denominaation muuttamismenetelmien yhdenmukaistaminen toisi huomattavia etuja. Kustannuksia voitaisiin alentaa, ja selkeys ja läpinäkyvyys lisääntyisivät etenkin sijoittajien kannalta.

Erityistä huomiota olisi kiinnitettävä yhdistelmäinstrumentteihin kuten etuoikeutettuihin osakkeisiin ja pääomalainoihin, joiden osalta nimellisarvo on tärkeämpi ja joihin liittyvät ongelmat muistuttavat denominaatioltaan muutettuihin joukkovelkakirjalainoihin liittyviä ongelmia.

2.2.3 Markkinakäytännöt

Yleisesti näyttää siltä, ettei juuri ole perusteluja markkinakäytäntöjen yhdenmukaistamiselle osakemarkkinoilla. Pörssien yleisenä asenteena on välttää kaikkia markkinakäytäntöjen muutoksia, jotka eivät siirtymän vuoksi ole ehdottoman välttämättömiä.

Kaupankäynti peruskauppaerillä

Peruskauppaerien koko vaihtelee osakkeen hinnan mukaan. Näyttää siltä, että niiden kansainvälisellä yhdenmukaistamisella saavutettaisiin hyvin vähäisiä etuja. Käytäntöjen säilyttäminen ennallaan edistää jatkuvuutta.

Noteerausaskelia koskeva käytäntö (Tick sizes)

Uusia käytäntöjä olisi määriteltävä euroina noteerattuja arvopapereita varten. Voitaisiin tutkia mahdollisuutta sopia vakiokäytännöstä, jota kaikki pörssit käyttäisivät.

Vähimmäisarvot

Uusista vähimmäisarvoista on sovittava siten, että valitaan kätevän suuruiset arvot pikemmin kuin suoraan virallisia kursseja käyttäen muunnetut arvot.

Selvitys

Arvopapereiden tehokas selvitys on tehokkaiden markkinoiden edellytys. Kansallisten selvitysjärjestelmien odotetaan tehostavan toimintaansa. Vaikka

vakioselvitysaika olisikin toivottava, näyttää epätodennäköiseltä, että se toteutuisi lähitulevaisuudessa.

Joissakin maissa vakioselvitysaikaan (kuten T+3) siirtyminen edellyttäisi mittavia muutoksia selvitysajoissa. Jotkut maat taas olisivat vastahakoisia, koska niissä harkitaan jo saman päivän bruttoselvitykseen siirtymistä.

Tämä on kuitenkin kysymys, jossa lisäselvitys on tarpeen.

2.3 Muut selvitettävät asiat

2.3.1 Osakkeen aiempaa kurssikehitystä koskevat tiedot

Jotkut pörssit tarjoavat osakkeen aiempaa kurssikehitystä koskevia tietoja osana jäsenilleen ja asiakkailleen tarjoamaa palvelua. Tässä otetaan huomioon uusmerkinnät, rahastoannit, yritysten yhdistäminen ja muut yrityksen toiminnassa tapahtuneet seikat, jotka ovat teknisesti vaikuttaneet osakkeen hintaan.

Vaikuttaa täysin mahdolliselta taata tällaisten tietojen jatkuvuus ilmaisemalla hintojen kehitys euroina muuntokursseja käyttäen.

Erityisiä ongelmia saattaa syntyä silloin, kun tiedot koskevat useita euroon osallistuvia valuuttoja.

2.3.2 Osakeindeksit

Indeksisidonnaisten johdannaisten suurten määrän huomioon ottaen on erittäin tärkeää, ettei indekseissä tapahdu häiriöitä.

Indeksien jatkuvuuden kannalta on tärkeää, että indeksin pohjana olevat yritykset ja osakkeiden arvot säilyvät ennallaan euron käyttöön siirryttäessä.

Koska osakkeiden arvo ei riipu niiden denominaatiosta ja koska indeksin koostumukseen tehtäviä muutoksia koskevat säännöt perustuvat suhteelliseen pörssiarvoon, osakkeiden denominaation muutosten ei tarvitse vaikuttaa nykyisiin indekseihin.

3 Johdannaismarkkinat

EMUn kolmannen vaiheen alkamisesta vakioimattomien johdannaisten kaupalle aiheutuvien kysymysten onnistunut ratkaiseminen on välttämätöntä laajojen, likvidien, syvien ja läpinäkyvien euromääräisten markkinoiden syntymiselle.

Swap-sopimusten (koron- tai valuutanvaihtosopimusten) ja vakioimattomien johdannaisten markkinoiden kattama toiminta-alue on erittäin laaja sisältäen korkoihin, valuuttoihin ja osakkeisiin ja muihin kohde-etuuksiin perustuvat swap-sopimukset, optiot ja muut johdannaiset. Ei siksi ole yllättävää, että johdannaismarkkinoita koskevat siirtymäkysymykset ovat samankaltaisia kuin johdannaisten taustalla olevien arvopapereiden markkinoilla. Esimerkiksi julkisen sektorin ja yksityisten liikkeeseen laskemia joukkovelkakirjalainoja, rahamarkkinoita, osakkeita, osakeindeksejä, valuutta- ja futuurimarkkinoita koskevilla kysymyksillä on välitöntä merkitystä vastaaville OTC-johdannaismarkkinoille.

3.1 EU:n nykyisten johdannaismarkkinoiden piirteet

Yritykset, rahoituslaitokset, eläkerahastot, valtiot, valtiolliset elimet ja sijoitusrahastot käyttävät nykyään laajalti johdannaisia keskeisenä keinona hallita valuuttakurssi-, korko- ja muita rahoitusriskejä, joita niiden päivittäisen toiminnan yhteydessä syntyy. Euroopan johdannaismarkkinoiden volyymi ja laajuus sekä niiden innovatiivinen suhtautuminen monimutkaisten rahoitusrakenteiden helpottamiseen merkitsee sitä, että Eurooppa on tällaisen toiminnan johtava keskus. EU:n asema yhtenä maailman rahoitusmaailman johtavana keskuksena tukeutuu vilkkaisiin johdannaismarkkinoihin. Siksi on tärkeää, että kaikki EMUn mahdollisesti synnyttämät esteet poistetaan, ja että ongelmalliset kysymykset ratkaistaan mahdollisimman aikaisessa vaiheessa, jotta markkinaosapuolten luottamus voidaan säilyttää ja tarvittava varmuus taata.

3.2 Euron käyttöönottoon liittyvät tärkeimmät kysymykset

Johdannaismarkkinoiden osapuolet pitävät selvästi tärkeimpänä avoimena kysymyksenä sopimusten jatkuvuutta. Joidenkin johdannaisten monimutkaisuus ja maturiteetti merkitsevät sitä, että ne ovat muita rahoitussopimuksia todennäköisemmin alttiina vaateille, jotka perustuvat vapauttavaa estettä tai suorituksen mahdottomuutta koskevaan oikeudelliseen käsitteeseen. Vaikka sopimusten jatkuvuus on rajattu tämän selvityksen ulkopuolelle, on syytä todeta, että kahden neuvoston asetuksen antaminen euron käyttöönotosta (perustamissopimuksen 109 l artiklan 4 kohdan ja 235 artiklan perusteella) auttaa takaamaan lujan oikeusperustan kolmannen vaiheen alkua varten.

Kuten edellä on todettu, useimmat johdannaismarkkinoihin liittyvät tekniset kysymykset eivät koske ainoastaan näitä markkinoita, vaan itse asiassa ovat samoja, joita on jo käsitelty niiden johdannaissopimusten kohteena olevien instrumenttien yhteydessä. On kuitenkin selvää, että näitä kysymyksiä ratkottaessa kohteena olevien instrumenttien osalta olisi vastaavia ratkaisuja saatava aikaan johdannaismarkkinoilla. On tärkeää esimerkiksi tiedostaa läheinen yhteys käteisoperaation ja siihen liittyvän suojaamisoperaation välillä. On selvää, että pohjana olevien arvopapereiden hinnanvaihteluille johdannaiskaupalla hankitun suojan ei pitäisi loppua EMUn kolmannen vaiheen alkamisen vuoksi. Samoin on tärkeää huolehtia, että käteisinstrumentin ja siihen liittyvän suojauksen kassavirtojen täsmäys säilyisi: riski häiriöistä täsmäytyksessä olisi pyrittävä välttämään.

EMUn johdannaismarkkinvaikutusten kannalta markkinoiden olisi siis huolehdittava seuraavista asioista:

- Sekä johdannaissopimuksen kohteena olevan käteisinstrumentin että suojaamistarkoituksessa tehdyn sopimuksen oikeudellinen jatkuvuus on taattava.

- Käytäntöjen läpinäkyvyys ja selkeys on taattava maksettavien määrien laskemisessa ja maksupäivien määrittelemisessä.

- On varmistettava, että johdannaissopimukseen tehtävät muutokset heijastavat tarkasti johdannaissopimuksen kohteena olevaan

käteisinstrumenttiin tehtäviä muuntamista, denominaation muuttamista tai uusien hintalähteiden hyväksymistä koskevia muutoksia.

3.3 *Tekniset kysymykset*

Koska monia johdannaismarkkinoita koskevia teknisiä kysymyksiä käsiteltiin jo käteismarkkinoita koskevassa osassa, selvityksen tämä osuus on lyhyt.

3.3.1 Denominaation muuttaminen

Johdannaismarkkinoiden osapuolten näkökulmasta paras velan denominaation muuttamismenetelmä olisi se, jolla saadaan paras tarkkuus. Tarkkuus denominaation muuttamisprosessissa auttaisi vähentämään häiriöitä kassavirtojen täsmäytyksessä denominaatioltaan muutetun joukkolainan ja sille ennen denominaation muuttamista hankitun suojauksen välillä.

Yleensä tarkin denominaation muuttamismenetelmä on alhaalta ylöspäin - menetelmä. Kassavirtojen täsmäytysongelmien rajoittamiseskeinona tämä menetelmä saavuttaa todennäköisesti suosiota johdannaismarkkinoilla.

Muuntotarjoukseen perustuva menetelmä olisi myös hyväksyttävissä.

Kuten aiemmin todettiin, on epätodennäköistä, että denominaation muuttaminen tapahtuisi yhtenäistä menetelmää käyttäen. Tästä huolimatta markkinaosapuolet pitävät suotavana, että vaihtoehtoisten menetelmien määrä olisi mahdollisimman pieni. Useamman kuin kahden tai kolmen menetelmän käsittelemiseksi vaadittavat lisäresurssit ja järjestelmämuutokset merkitsisivät epätoivottua ja tarpeetonta rasitetta.

Edelleen, kuten toisaalla tässä selvityksessä on todettu, olisi huolehdittava, että käytettävästä menetelmästä riippumatta denominaation muuttaminen toteutetaan kunnioittaen joukkolainojen haltijoiden laillisia oikeuksia.

3.3.2 Markkinakäytännöt

Markkinakäytäntöjen yhdenmukaistaminen on tavoite, jota tukevat johdannaismarkkinoille osallistujat, mukaan lukien alan liitto, International Swaps and Derivatives Association, Inc. (ISDA). Vaikka swap-sopimuksilla kauppaa käyvät rahoituslaitokset pystyisivätkin toimimaan kuten nykyisinkin tilanteessa, jossa joukkovelkakirjamarkkinoilla on olemassa useita erilaisia käytäntöjä, euroympäristössä harmonisoinnin laajojen, likvidien ja läpinäkyvien markkinoiden muodossa tarjoamat edut ovat yhtä selvät kuin eriävien käytäntöjen säilyttämisestä seuraavat hankaluudet: lisääntynyt epäjohdonmukaisen käytäntöjen ja kiistojen riski.

Kohdassa 1.4 käsitelty kysymys uusien käytäntöjen mahdollisesta soveltamisesta denominaatioltaan muutettuihin velkapapereihin koskee erityisesti johdannaiskauppaa. Jotta vältyttäisiin ristiriitaisuuksilta denominaatioltaan muutettua joukkovelkakirjaa ja sen suojaamiseksi tehtyä kauppaa koskevien käytäntöjen välillä, vanhat kansalliset käytännöt olisi säilytettävä joukkovelkakirjojen osalta.

Uutta käytäntöä voitaisiin soveltaa denominaatioltaan muutettuun velkaan mahdollisimman vähin häiriöin siten, että lainaehtoihin tehtäisiin asiaa koskeva sopimusvaraus. Riittävä sopimuksellinen joustavuus sekä denominaation että

tarvittaviin markkinakäytäntöjen muutokseen voitaisiin sisällyttää ennen kolmannen vaiheen alkua kansallisen rahan määräisenä liikkeeseen laskettujen joukkolainojen ehtoihin. Tämä edellyttää tietenkin, että suojausjärjestelyjä koskevien ehtojen tulee sallia sama joustavuus kuin mikä sisältyy kohteena olevan joukkolainan ehtoihin.

Toinen tapa säilyttää denominaatioltaan muutetun joukkolainojen ja suojausinstrumenttien vastaavuus olisi käyttää muuntotarjousta. Jos nykyiset kansallisen rahan määräiset joukkolainat vaihdettaisiin euromääräisiin, uusia käytäntöjä soveltaviin lainoihin, niihin liittyvät swap-sopimukset voitaisiin vaihtaa samaan aikaan.

Täsmällisiä suosituksia yhdenmukaistetuiksi markkinakäytännöiksi sisältyy yhteiseen kannanottoon, jonka julkaisuun ISDA osallistui. ISDAn suositukset ovat tämän selvityksessä esitettyjen suuntaisia, ja niiden laadinnassa on kuultu jäsenlaitoksia sekä muita asianosaisia.

3.3.3 Hintalähteet

EMUn yleisiä vaikutuksia hintalähteisiin käsitellään erikseen seuraavassa luvussa. Johdannaiskaupat pohjautuvat julkistettujen hintatietojen saamiseen. Näin ollen tämä asia koskee erityisesti johdannaismarkkinoita.

Tavallisesti koronvaihtosopimusasiakirja (korkoswap), jossa käytetään ISDAn vakiomuotoista dokumentaatiota, viittaa päätteellä nähtävään hintaan tai korkoon. Esimerkiksi korkoswapin vaihtuvakorkoinen puoli voi edellyttää maksettavaksi summaa, jonka laskenta perustuu Ranskan frangin LIBORiin niin kuin se näkyy Teleraten sivulla 3740 klo 11.00 Lontoon aikaa tiettynä päivänä. Jos EMUn vuoksi Ranskan frangin LIBOR ei enää näkyisi Teleraten sivulla 3740, ISDA:n vuonna 1991 antamien määritelmien avulla tarvittavan laskelman voisi tehdä viittaamalla toisella sivulla näkyvään korkoon edellyttäen, että tällä sivulla näkyy vastaava korko ja että se korvaa sivun 3740. Ellei näin ole, kyseisen kaupan laskelman tekevän välittäjän olisi hankittava noteeraukset referenssipankeista.

Yksityiskohtaiset tiedot hintalähteiden muuttuumisesta tai kehittymisestä euron käyttöön siirryttäessä ovat näin ollen tärkeitä kaupoille, jotka tehdään euroalueeseen kuuluvan maan valuutan määräisenä ja dokumentoidaan ISDAn määritelmiä käyttäen. Jotta voidaan asianmukaisesti huolehtia siitä, että näiden kauppojen jatkuvuus säilytetään, on nykyisten hintalähteiden ylläpitäjien tehtävä ja julkistettava päätöksensä mahdollisimman pian. Tällöin markkinatietojärjestelmien ylläpitäjät voivat yhteistyössä asiakkaidensa kanssa kehittää tarvittavia korvaavia sivuja, ja tästä aiheutuvat muutokset järjestelmiin ja tulostettaviin asiakirjoihin voidaan suorittaa.

4 Muut markkinoiden piirteet

4.1 Hintalähteet

Euron käyttöönotto saattaa johtaa joidenkin tai kaikkien euroalueeseen osallistuviin kansallisiin rahayksiköihin liittyvien hintalähteiden katoamiseen tai mahdolliseen korvautumiseen euromääräisillä hinnoilla. On myös mahdollista, että joidenkin kansallisten hintalähdepaneelien toiminta loppuisi. Näidenkin sijaan saattaisi tulla euroalueen paneelit. Hintalähteet ovat useiden rahoitussopimusten olennainen osa, ja

niiden käyttöä koskevat täsmälliset ehdot vaihtelevat instrumentista riippuen. Niinpä mahdolliset muutokset synnyttävät oikeudellisia ja järjestelmiä koskevia kysymyksiä, jotka on ratkaistava kiireellisesti. Jos hintalähteitä häviävää tai muuttuu, markkinaosapuolilla on oltava riittävästi aikaa valmisteluihin sopimusten jatkuvuuden turvaamiseksi.

Näin ollen on tärkeää, että hintatietojen ylläpitäjät ilmoittavat pikaisesti, mitkä kansalliset hintalähteet säilyvät kolmannen vaiheen alkamisen jälkeen ja miten kyseiset hinnat muodostetaan. Samoin on tärkeää saada selvyys siitä, mitä uusia eurohintalähteitä luodaan.

Euron käyttöönotto voi vaikuttaa hintalähteisiin kahdella tavalla. Jotain hintalähdettä ei ole enää käytettävissä. Lakkautettua kansallista hintalähdettä tuottava paneeli päättää olla tuottamatta korvaavaa eurohintaa. Esimerkiksi swap-sopimuksen vaihtuvakorkoisen osan viitekorkona saattaa olla Ranskan frangin PIBOR. Jos Ranskan frangi korvataan eurolla, noteerataanko Ranskan frangille yhä korkoja, ja noteeraako pankkien PIBOR-paneeli jatkossa vain eurokorot?

Sopimusten jatkuvuuden periaate näyttäisi puoltavan nykyisten hintalähteiden säilyttämistä. Myös euron oikeudellisesta asemasta ehdotetussa, perustamissopimuksen 109 l artiklan 4 kohtaan perustuvassa neuvoston asetuksessa todetaan, että "toimet, jotka suoritetaan kansallisen rahayksikön käyttöön velvoittavien tai kansallisessa rahayksikössä määriteltyjen oikeudellisten asiakirjojen nojalla, suoritetaan kansallisen rahayksikön määräisinä". Toisaalta euron käyttöön siirtymiselle ei ole kieltoa, ja on selvää, että rahamarkkinat siirtyvät euron käyttöön kolmannen vaiheen alusta alkaen. Lisäksi valuuttoja tulee olemaan vain yksi, euro. Kaiken kaikkiaan näyttäisi siis siltä, että paneelien olisi järkevää lopettaa kansallisten rahojen määräisten hintojen noteeraus ja siirtyä euromääräisiin hintoihin.

Viime kädessä hintalähteiden ylläpitäjät päättävät itse siirtymisestään eurohintoihin. Monissa tapauksissa hintalähteiden ylläpitäjät ovat keskuspankkeja, mutta useiden hintojen ilmoittajina on yhdistyksiä, kuten BBA LIBORin osalta ja GBA/ZKA FIBORin osalta. Ilmoittajasta riippumatta keskeinen vaatimus on nopean, avoimen päätöksen tekeminen. Jos hintoja muutetaan, markkinatietojärjestelmien ylläpitäjät tarvitsevat aikaa voidakseen ehdottaa ja sopia asiakkaidensa kanssa uusiin hintoihin sovellettavasta esitystavasta.

On mahdollista, että hintatietojen ylläpitäjät päättävät lakata noteeraamasta ylipäätään mitään hintoja, kansallisen rahan tai euron määräisiä. On hyvinkin mahdollista, että monia kansallisia hintalähdepaneeleita lopetetaan, ja syntyy uusia paneeleja, jotka tarjoavat hintoja joko koko euroaluetta tai sen osaa varten. Tällaista järjestelyä (EURIBORia) on jo ehdotettu. Jotta varmistetaan luottamus uuteen euroalueen kattavaan hintaan, hinnan määräävän paneelin valintamenetelmän on oltava avoin ja uskottava. Vaikka kysymys siitä, pitäisikö tarjolla olla yksi tai useampia euromääräisiä hintoja, on selvästi kilpailun määrättäväksi kuuluva asia, ja vaikka eräitä hintoja varten on kilpailevia hintalähteitä, ei voida automaattisesti olettaa, että kansallinen hintalähde korvautuu euroalueen hintalähteellä.

Useat järjestelyt ovat mahdollisia julkaistujen kurssien osalta, jos hintapaneelit katoavat. Markkinatietojärjestelmien ylläpitäjä voisi viitata korvaavaan, toisella sivulla julkaistavaan euromääräiseen hintaan. Nykyistä viitesivua voitaisiin muokata näyttämään euroalueen korko, kuten EURIBOR. Sivulla voitaisiin yhä näyttää

vanha kansallinen korko (PIBOR jne.), mutta korot voisivat itse asiassa olla uuden hintalähdepaneelin toimittamia euromääräisiä korkoja. Valittiinpa mikä tahansa tapa, olennaista on jälleen päätöksen teko aikaisessa vaiheessa. Markkinatietojärjestelmien ylläpitäjät kohtaavat merkittäviä haasteita. Ne saattavat joutua luomaan ylimääräisiä sivuja, esimerkiksi koska siirtyminen kansallisen rahan määräisistä koroista euromääräisiin saattaa edellyttää markkinakäytäntöjen muuttamista. Esimerkiksi Belgian frangin rahamarkkinakorot noteerataan tällä hetkellä tod. /365 - periaatteen mukaan, kun todennäköisimmin euron käytännöksi sovitaan tod./360. Näin ollen jos nykyisiin sopimuksiin sovelletaan nykyisiä käytäntöjä, markkinatietojärjestelmien ylläpitäjien on varauduttava esittämään sekä vanhaan kansalliseen rahayksikköön että euroon sovellettaviin markkinakäytäntöihin perustuvia noteerauksia.

4.2 Valtion velan liikkeeseenlaskumenettelyt

Huolestuttavana seikkana on pidetty sitä, että valtion velan ja EKP:n velan esiintyminen samassa maturiteetissa voisi aiheuttaa epäselvyyttä markkinoille suunnatuissa rahapoliittisissa signaaleissa. Tämä voisi olla erityisen vaarallista euron käyttöönoton alkuvaiheissa, jolloin oppimiskäyrä on erityisen jyrkkä. Julkisten liikkeeseenlaskijoiden välinen tehostettu virallinen tai epävirallinen koordinaatio voisi parantaa markkinoiden likviditeettiä, läpinäkyvyyttä ja ennustettavuutta. Huutokauppakalentereista ilmoittaminen etukäteen auttaisi myös. Liikkeesenlaskijat ja jotkin markkinaosapuolet ovat tosin eri mieltä ja perustelevat kantaansa sillä, että emissiopolitiikasta on voitava päättää vapaan kilpailun pohjalta, ja että se olisi pidettävä erillään rahapolitiikasta.

Rahaliitto ei edellytä syndikointi- ja huutokauppamenettelyjen yhdenmukaistamista. Euron käyttöönoton yhteydessä korostuvat kuitenkin tämän alan todellisten sisämarkkinoiden syntymisen esteenä olevat lainsäädännölliset tekijät. Euron käyttöönotto olisi katsottava mahdollisuudeksi poistaa määräys, jonka mukaan markkinatakaajien on sijaittava samassa maassa kuin liikkeeseenlaskija. Määräyksiä, joiden mukaan institutionaalisten sijoittajien kuten vakuutusyhtiöiden on sijoitettava tiettyihin valtion tai kotimaan rahan määräisiin vaateisiin, ei euroalueella enää voida perustella valuuttakurssiriskillä.

4.3 Luokitukset: valtioiden velkakirjalainat

On väitetty, että euroalueeseen kuuluminen voisi johtaa joidenkin valtioiden luokituksen muuttumiseen. Perusteluna on, että euromääräisiä velkakirjoja olisi käsiteltävä ulkomaan rahan määräisinä velkakirjoina, koska yksittäiset osallistujamaat ovat luovuttaneet rahapoliittisen itsenäisyytensä EKP:lle eivätkä siksi voi turvautua keskuspankkirahoitukseen euromääräisen velkansa hoidossa. On myös esitetty, että EMUn kolmannessa vaiheessa sovellettavien finanssipoliittisten säädösten tehokkuudesta on epävarmuutta.

Tätä vastaan on todettu, että EMUun osallistuminen lujittaa finanssipolitiikan kurinalaisuutta ja uskottavuutta. Näin ollen vaikuttaa epäjohdonmukaiselta, että EMU kriteerit täyttävä maa voisi saada alhaisemman luokituksen kuin ulkopuolelle jäävä maa, jonka finanssipoliittinen sopeutus on vielä kesken, kotimaan rahan määräisen velan osalta. On myös syytä todeta, että velan keskuspankkirahoitus ei nytkään ole jäsenvaltioiden käytettävissä. Tärkeänä tekijänä on myös osallistujamaiden mahdollisuus kantaa edelleen veroja. Finanssipolitiikka kuuluu lujasti kansalliseen toimivaltaan. Euroalueella ei ole mitään yhteistä verotuselintä.

Liittovaltioiden kuten Yhdysvaltojen tai Kanadan alueisiin tehtävissä rinnastuksissa ei tätä eroa oteta huomioon.

Muiden tekijöiden, kuten likviditeetin ja markkinatakaajajärjestelmän tehokkuuden, merkityksen valossa yksittäisen maan luokituksen vähäinen muutos tuskin vaikuttaisi varainhankinnan kustannuksiin merkittävästi.

4.4 Luokitukset: yritysten velkakirjalainat

EU saa luultavasti AAA-luokituksen, ja näin yritysten sijaintimaa ei enää aiheuta niiden luottokelpoisuusluokitukselle mahdollista ylärajaa. Yleisesti yritysten luottokelpoisuusluokitukset eivät todennäköisesti kuitenkaan muutu merkittävästi EMUn seurauksena. Kaiken kaikkiaan EMUn odotetaan vaikuttavan myönteisesti yritysten luokituksiin, koska yhteisen rahan suurimmat edut kohdistuvat välittömästi yrityssektoriin. Ajan myötä sijoittajat saattavat pyrkiä hajauttamaan salkkuaan hankkimalla muissa osallistujamaissa sijaitsevien yritysten liikkeeseen laskemia velkakirjoja. Tästä syystä luokitusten merkitys kasvaa entistä laajemmilla markkinoilla, joilla yritysten tunnettuus voi olla alhainen.

Euroopan rahapoliittisen instituutin ehdotus, jonka mukaan yksityiset velkakirjalainat hyväksyttäisiin EKP:n avomarkkinaoperaatioiden materiaaliksi käyttäen osaksi perusteena luottokelpoisuusluokitusta, herättää kysymyksen, miten luokitusten yhteismitallisuus taataan koko euroalueella.

4.5 Viitelainat

Kansallisten rahayksiköiden määräisiksi viitelainoiksi muodostuvat valtion liikkeeseenlaskemat joukkovelkakirjalainat, koska markkinoiden näkemyksen mukaan ne takaavat parhaiten riskittömän tuoton. Euroympäristössä tämä ei ole mahdollista, sillä mikään yksittäinen maa ei kontrolloi euron tarjontaa. Näköpiirissä ei ole mitään yksittäistä, sopivassa asemassa olevaa euroalueen liikkeeseenlaskijaa (ts. ei yhteisötason liikkeeseenlaskijaa). Tässä tilanteessa on etsittävä muita vaihtoehtoja.

Vaikka euroalueen laajuisen virallisen emissiokalenterin perustaminen ei tällä hetkellä ole näköpiirissä, tärkeimpien valtion emissioiden epävirallinen koordinointi näyttää EMUn todennäköiseltä seuraukselta. Saadakseen markkinoiden tuen viitelainojen potentiaalisten liikkeeseenlaskijoiden on julkaistava uusemissiokalentereita, joissa säännöllisistä emissioista kerrotaan hyvissä ajoin. Tämä voi joissakin maissa johtaa muutoksiin nykyisten emissiomenettelyjen tehostamiseksi. Muutosten suuruus riippuu siitä, kuinka ratkaiseviksi kyseiset piirteet arvioidaan viitelaina-aseman kannalta.

On myös syytä todeta, että sellaiset ylikansalliset AAA-luokituksen saaneet liikkeeseenlaskijat, joiden emissiot ovat määrältään riittävän suuret, voisivat kilpailla valtioiden kanssa viitelaina-asemasta. Euroopan investointipankki on toistuvasti ilmaissut tämän suuntaiset tavoitteensa. Lienee epätodennäköistä, että yksittäisestä ylikansallisesta emittoijasta tulisi ainoa viitelainojen liikkeeseenlaskija euroympäristössä, mutta on ajateltavissa, että jos eri emittoijilla on viitelaina-asema tiettyjen maturiteettien osalta (esim. koska joillakin jäsenvaltioilla ei ole tiettyyn maturiteettiryhmään kuuluvia emissioita), tällöin yksi tai useampi näistä emittoijista voisi olla muu kuin valtio.

4.6 *Repo-markkinat*

Euroopan rahapoliittinen instituutti on esittänyt ehdotuksia virallisista repo-markkinoista. Tarkoituksena on luoda yhtenäinen instrumentti, joka tuottaa saman taloudellisen hyödyn kaikissa euroalueeseen osallistuvissa maissa.

Kelpoisuusvaatimukset täyttävät vastapuolet valitaan yhtenäisin perustein. Täsmällisestä menettelytavasta ei vielä ole sovittu. Arvopapereiden vakuuskelpoisuuden on tarkoitus perustua kaksitasoiseen järjestelmään. Ykköstason listalle hyväksytään arvopaperit, jotka täyttävät EKP:n määrittelemät euroalueen laajuiset kelpoisuusvaatimukset. Kansalliset keskuspankit määrittelevät EKP:n ohjeiden mukaisesti kakkostasolle kuuluvat arvopaperit, jotka ovat erityisen tärkeitä kansallisille rahoitusmarkkinoille. Vaikka yksittäiset kansalliset keskuspankit valitsevat kakkostason arvopaperit, ne kelpaavat vakuusmateriaaliksi koko euroalueella eivätkä pelkästään kyseisen kansallisen keskuspankin maassa.

Markkinaosapuolet korostavat erityisesti tarvetta välttää liioitellun aggressiivista (maturiteetista tai liikeesenlaskijasta riippuvan) vakuuden vakioisen aliarvostuksen käyttöä virallisilla repo-markkinoilla, koska tämä rajoittaisi tarpeettomasti markkinoiden kehittymistä. Aliarvostuksen käyttö Euroopan keskuspankkijärjestelmän (EKPJ:n) rahoitustransaktioissa on sinänsä tärkeää pääomamarkkinoiden tehokkuuden kannalta. Tähän on seuraavat kolme keskeistä syytä:

- Mitä tehokkaampi aliarvostuskäytäntö on, sitä läpinäkyvämmin rahamarkkinakorot toimivat rahapolitiikan signaaleina.

- Tehokas aliarvostuskäytäntö mahdollistaa keskuspankin tarjoamiin maksuvalmiusjärjestelmiin tukeutuville rahoituslaitoksille paljon tehokkaamman taseen ja käyttöpääoman hallinnan.

- Menettelyllään EKPJ luo pohjan koko Euroopan pääomamarkkinoiden omaksumalle käytännölle. Tehottomien menettelytapojen valitseminen merkitsee väistämättä tehottomampia pääomamarkkinoita Euroopassa.

Vakuuden aliarvostuksen tarkoituksena on varmistaa, että osapuolilla on täydet vakuudet koko transaktion voimassaoloajan. Siten velkojalla tulisi aina olla hallussaan lainan arvoa vastaava vakuus. Vastaavasti velallinen toimittaa vakuusmateriaalia vain lainan arvoa vastaavan määrän. Tämä tavoite saavutetaan arvostamalla vakuus päivittäin markkinahintaan. Jos vakuuden arvo on laskenut, velallinen täydentää vakuuksia niin, että velkojalla on taas täydet vakuudet. Vastaavasti jos vakuuden arvo nousee, velallinen voi vaatia velkojaa palauttamaan osan vakuudesta. Palautettu vakuus voidaan sen jälkeen käyttää esimerkiksi lisävakuuden asettamiseen toiselle vastapuolelle, jonka kanssa velallinen on tehnyt vastakkaisen kaupan.

Tällä hetkellä alalla on kahdenlaista aliarvostuskäytäntöä, vakioista aliarvostusta ja muuttuvaa aliarvostusta. Vakioinen aliarvostus määräytyy kaupantekohetkellä ensisijaisesti vastapuolen luottokelpoisuusluokituksen ja repokaupan voimassaoloajan perusteella (mitä pitempi aika, sitä suurempi riski). Sen sijaan markkinariskit, jotka pysyvät arvopapereiden alkuperäisen omistajan eivätkä ostajan kannettavina, olisi katettava täysimääräisesti muuttuvalla aliarvostuksella. Vakioisen aliarvostuksen katsotaan repomarkkinoilla yleisesti periytyvän

menneisyydestä. Sitä vältetään markkinoilla, koska päivittäin symmetrisesti tehtävään markkinahintaan arvostamiseen perustuva muuttuva aliarvostus on selkeästi tehokkaampi. Luottoriskien erot puolestaan heijastuvat repokorkoon eli käteisen toimittavan osapuolen tuottoon. Jos kuitenkin EKP:n viralliset repo-operaatiot tehdään yhtenäisen repokoron perusteella, tällöin valtioiden väliset luottokelpoisuusluokituksen erot eivät heijastuisi repokorkoon, vaan ne olisi otettava huomioon erisuuruisina vakioisina aliarvostuksina. Jos näitä eroja ei huomioitaisi, olisi vaarana, että vastapuolet pyrkisivät toimittamaan mahdollisimman halvan vakuuden.

Esimerkkejä repo-vakuuksien muuttuvasta aliarvostuksesta

- Keskuspankki lainaa 100 milj. ecua vastapuolelle ja saa Ranskan OAT-obligaatioita, joiden korko on 10 % ja maturiteetti 26. helmikuuta 2001. Kauppa toteutetaan siten, että sen arvopäiväksi tulee 24.2.1999. Käteismarkkinoilla obligaatiota vaihdetaan hintaan 119,10. Korkoa kertyy 9,946 pistettä (364 päivää), joten kokonaishinta (all-in-price) on 129,046. Näin ollen repo-vastapuolen olisi toimitettava 26.2.2001 erääntyvästä 10 %:n OAT:stä 77 492 miljoonaa, jotta keskuspankilla olisi täydet vakuudet.

Kaksi päivää myöhemmin obligaatiosta maksetaan kuponkikorkoa (7 749 200 ecua), jonka keskuspankki on repo-sopimuksen ehtojen perusteella velvoitettu maksamaan repo-vastapuolelle osingon nimellismäärää vastaavana korvauksena. Ilman lisävakuuksia keskuspankilta puuttuisi nyt 10 % vakuudesta.

- Obligaation hinta voisi laskea esim. 10 pistettä kymmenen kaupankäyntipäivän aikana. Jos vastapuolella ei ole velvoitetta lisätä vakuuksia, keskuspankki olisi nopeasti tilanteessa, jossa sille asetetut vakuudet eivät olisi riittäviä.

- Repo-vastapuoli lainaa 100 milj. ecun arvosta vakuuksia keskuspankille käteistä vastaan, ja sen jälkeen kaupankäynti markkinoilla kiihtyy seuraavan kymmenen päivän ajan. Vakuuden arvo nousee 110 miljoonaan ecuun. Jos vastapuoli on tehnyt vastaavan vastakkaisen kaupan, 10 milj. ecua tarvitaan lisävakuudeksi.

Tarpeettomia kaupankäyntiriskejä välttääkseen vastapuolet yleensä sopivat tietystä toleranssitasosta siten, että sen alle jäävät vakuuden arvon muutokset markkinoilla eivät anna aihetta vakuuksien muuttamista.

Edellä oleva esimerkki kuvaa symmetrisesti muuttuvan aliarvostuksen merkitystä siinäkin tilanteessa, että käteistä lainaavalla velkojalla on korkein mahdollinen luottokelpoisuusluokitus, eli kun riski maksujen laiminlyönnistä on nolla. muuttuvan aliarvostuksen käyttö symmetrisesti on olennaista kahdesta syystä.

- Epäsymmetrisesti muuttuva aliarvostus suosisi käteistä luovuttanutta osapuolta. Tämä vääristäisi rahamarkkinakorkoja ja vähentäisi läpinäkyvyyttä.

- Epäsymmetrisesti muuttuva aliarvostus itse asiassa lisäisivät käteistä vastaanottaneen osapuolen luottoriskiä (kuten käy ilmi kolmannesta esimerkistä edellä). Useimmilla markkinaosapuolilla sijoitussalkun positiot on täsmäytetty riskien vähentämiseksi. Aliarvostuksen epäsymmetrisyys lisäisi kassavirtojen volatiliteettia ja siten laiminlyöntiriskiä.

Joskus symmetrinen markkinahinnan huomioonottaminen ei merkittävästi vähennä taustalla olevasta vakuudesta aiheutuvaa riskiä. Tyypillisessä tapauksessa ei vakuudelle ole luotettavia hintoja esimerkiksi silloin, kun vakuutta ei aktiivisesti vaihdeta likvideillä markkinoilla. Tämä saattaa koskea joitakin kakkostason arvopapereita. Tässä tilanteessa tyydyttävänä ratkaisuna voisi olla valita tehottomampi vakioinen aliarvostus yhdistettynä symmetriseen markkinahintaan arvostamiseen.

4.7 *Varantovelvoitteet*

Euroopan rahapoliittinen instituutti on julkaissut yksityiskohtaisia tietoja vähimmäisvarantovelvoitteista rahapolitiikan välineenä. Tällaistä valmistelutyötä edellytetään perustamissopimuksessa, mutta päätöksen varantovelvoitteiden käytöstä tekee EKP. Varantovelvoitteiden tehokkuutta ei käsitellä tässä selvityksessä. On kuitenkin tärkeää todeta, että markkinaosapuolet ovat ilmaisseet huolestumisensa varantovelvoitteiden vaikutuksista.

Erityisesti markkinaosapuolia kiinnostaa, mitä lisäkustannuksia varantovelvoitteet aiheuttaisivat euromääräisen valuutta- ja arvopaperikaupan eräille osa-alueille. Vaarana on, että uudet euromarkkinat ja niihin liittyvä toiminta siirtyisivät muualle. Tämän näkemyksen taustalla on aiemmat kokemukset toiminnan siirtymisestä johdannaisten osalta: varantovelvoitteet ovat vaikuttaneet mm. Saksan markan rahamarkkina- ja repo-toiminnan siirtymiseen Saksan ulkopuolelle. Rahoitustoiminnan luonteeseen kuuluu suuri liikkuvuus. Osapuolet voivat nopeasti järjestää liiketoimintansa uudelleen välttääkseen lisäkustannuksia, ja ne, jotka niin eivät tee, ovat kilpailussa epäedullisessa asemassa.

Markkinaosapuolten kesken vallitsee laaja yksimielisyys siitä, että vähimmäisvarantovelvoitteiden asettaminen saattaa haitata yhtenäisten euromääräisten rahoitusmarkkinoiden kehitystä.

Jos vähimmäisvarantoja edellytettäisiin siitä huolimatta, että alan toimijat kaikissa maissa ja kaikilla markkinoilla ovat vahvasti niitä vastaan, on olemassa mekanismeja, jotka vähentäisivät vahingollista vaikutusta. Erityisesti voidaan asettaa vaadittavat varannot nollaksi tai niille maksettaisiin täyttä markkinakorkoa. Molemmat näistä vähentäisivät siirtymäpainetta. On kuitenkin tärkeää todeta, että joidenkin markkinoiden pienet marginaalit merkitsisivät, että markkinakorkoa vähänkin alhaisempi varantokorko vääristäisi hintoja riittävästi, että se kannustaisi siirtämään toiminnan muualle.

Lisäksi on todettava teknisenä seikkana se, että jotta markkinaosapuolet voivat tehdä tarvittavat varantovelvoitteiden edellyttämät valmistelut järjestelmiinsä, on tärkeää, että velvoitteiden laajuudesta ja rakenteesta päätetään mahdollisimman nopeasti. Markkinat odottavatkin, että EKP ilmoittaa yksityiskohtaisesta toteutussuunnitelmasta mahdollisimman pian perustamisensa jälkeen vuonna 1998.

4.8 *Säädökset, rajoitukset ja verotus*

Markkinakäytäntöjen yhdenmukaistamisen tasosta riippumatta tulee silti jäämään eriävistä kansallisista verojärjestelmistä sekä kaupankäyntiä ja sijoittamista koskevista säännäksistä johtuvia vääristymiä.

Yhdenmukaistaminen tällä alalla näyttää olevan lyhyellä aikavälillä vaikeasti toteutettavissa, mutta euron käyttöönotto lisää tietoisuutta vääristymistä mm. seuraavissa asioissa:

- kansallisia verojärjestelmiä heijastavat vääristymät
- eritasoiset sijoittajan suojajärjestelmät
- kansalliset rajoitukset, jotka koskevat kaupankäyntiä ja sijoitustoimintaa, kuten eläkerahastojen sijoituskohteiden rajoitukset.

Jokaisessa näistä kolmesta tapauksesta komissio ehdottaa toimenpiteitä vääristymien vähentämiseksi. Verovääristymien poistamiseksi sisämarkkinoita koskeva komission toimintasuunnitelma pyytää jäsenvaltioita vahvistamaan painoalueeksi sopimisen eri maiden intressit tasapainottavasta veropaketista, joka kattaisi muun muassa:

- menettelytapasäännöt vahingollisen, jokaiselle jäsenmaalle vaikeuksia aiheuttavan verokilpailun poistamiseksi

- toimenpiteet pääomaverotuksen vääristymien poistamiseksi ja erityisesti maasta toiseen tapahtuvien sijoitusten tehokkaan verotuksen varmistamiseksi, samalla säilyttäen Euroopan rahoitusmarkkinoiden kilpailukyvyn

- toimenpiteet, joiden tarkoitus on poistaa yritysten välisistä korkomaksuista kannettava ennakkovero, osana pitkällisiä pyrkimyksiä poistaa valtiolliset rajat ylittävää taloudellista toimeliaisuutta häiritsevät tekijät (kaksinkertainen verotus).

Sijoittajan suojan osalla on olemassa yhdenmukaisten vähimmäissääntöjen rakenne, joka jättää jonkin verran vapautta jäsenvaltioille, erityisesti sovellettaessa "yleisen edun" käsitettä sijoittajan suojaan. (Komissio on antanut tiedonannon yleistä etua koskevista säännöksistä. Yleistä etua koskeviin säännöksiin perustuvia perusteettomia rajoituksia, jotka ovat tiukempia kuin vakavaraisuusvaatimukset, ei hyväksytä.)

Kaupankäyntiä ja sijoitustoimintaa koskien komission eläkkeiden rahoitusta yhteinäismarkkinoilla käsittelevässä vihreässä kirjassa todetaan, että eläke- ja henkivakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan vakauden valvonta merkitsee, että suuri osa näistä sijoituksista tehdään kotimaisiin valtion joukkovelkakirjoihin. Vihreässä kirjassa esitetään yhtenäistä käytäntöä, joka perustuisi varovaisuuden periaatteelle. Tämä poistaisi useimpien määrällisten rajoitusten tarpeellisuuden, kun taas erityisesti valuuttapositioiden täsmäystä koskevat määräykset käyvät euroalueella tarpeettomiksi otettaessa yhteinen raha käyttöön.

Kiinnelainamarkkinoita (kiinnelainat ovat suurin instrumentti Euroopan pääomamarkkinoilla valtion arvopapereiden jälkeen) säännellään erityisen paljon erilaisin määräyksin. Tämä korostuu, kun rajojen yli tapahtuvan varainhankinnan suurin tähänastinen este — eri valuutat — poistuu. Näitä instrumentteja koskevaa sääntelyä on tämän vuoksi syytä tarkistaa perusteellisesti.

4.9 Muut kysymykset

Lukuisia kysymykset tarvitsevat lisäselvitystä. Vaikka joitakin, kuten muuntokursseja ja selvitysjärjestelmiä, on jo pohdittu, lisätyötä tarvitaan.

Muuntokurssien osalta suurimpana tehtävänä on taata sujuva siirtyminen, ja näin ollen olisi parasta löytää markkinoiden kannalta myönteinen ratkaisu. Markkinat tarvitsisivat varmuuden siitä, ettei volatiliteettia ilmene prosessin lopussa, koska ne eivät pystyisi suojautumaan. Markkinoiden vakauden lisäämiseksi on tärkeää välttää vaaraa, että markkinat arvailevat muuntokurssien kiinnittämisessä käytettävää sääntöä. Tästä syystä olisi oltava selvää, että jatkuvuus taataan ja että kiinnitys ei tapahdu poliittisin perustein. Keskeistä on se, että voidaan olla varmoja

oikeudellisesta perustasta ja etenkin pidetään kiinni päätöksestä muuntaa ecu euroksi yhden suhteessa yhteen.

Markkinatoimijat katsovat, että olisi riskialtista jättää markkinat toimimaan ilman lisäohjausta. Viimeisen pankkipäivän markkinakurssit voivat ajautua pois pitkän aikavälin tasapainostaan, jonka lähellä ne ovat olleet vakaina kahden vuoden ajan, jolloin tilanne ei heijastaisi talouden perustekijöitä. Uskottavuus on keskeinen kysymys muuntokurssien ennakolta ilmoittamisessa. Jos muuntokurssit ilmoitetaan, ilmoitettujen kurssien tulee heijastaa talouden perustekijöitä.

Selvitysjärjestelmien teknisiä kysymyksiä on selvitettävä edelleen. Näitä ovat mm. denominaaltioltaan muutettujen arvopapereiden käsittely (desimaalit ja erilaiset denominaation muuttamismenetelmät), eri valuuttoina tapahtuva selvitys ja maiden välinen selvitys.

Sijoittajan suoja on myös kysymys, jota olisi tutkittava perusteellisemmin. Sijoittajan suojaa pidetään eräänä tehokkaiden rahoitusmarkkinoiden keskeisistä tekijöistä. Se on myös keskeisessä asemassa markkinoiden kansainvälisen houkuttelevuuden kannalta.

5 SANASTO

Aliarvostus: Arvopaperikaupassa arvopaperin vakuusarvon selvittämiseksi laskettava arvopaperin käyvän arvon ja sen vakuusarvon ero. Aliarvostus riippuu arvopaperityypistä, siitä aiheutuvasta markkinariskistä sekä maturiteetista.

Arvo-osuudet (dematerialised securities): Arvopaperit, jotka eivät ole fyysisessä muodossa vaan tavallisesti atk-järjestelmään tehtyinä elektronisina tilikirjauksina.

Arvopaperikeskus (central securities depository, CDS): Järjestelmä, jossa voidaan säilyttää arvopapereita ja käsitellä arvopaperitapahtumia tilikirjausten avulla.

Denominaation muuttaminen (redenomination): Velan tai osakkeen ilmaisussa käytettävän rahayksikön muuttaminen kansallisesta rahayksiköstä euroyksikköön muita ehtoja muuttamatta.

Ei-nimellisarvoiset osakkeet (non par value shares): Osakkeet, jotka edustavat osuutta liikkeeseen lasketusta pääomasta ja joilla ei ole nimellisarvoa. Niiden käyttö on sallittua toisen yhteisön yhtiölakidirektiivin perusteella ja yleistä Belgiassa, Luxemburgissa ja Yhdysvalloissa.

Euroalue (euro area): Maantieteellinen alue, johon kuuluvat jäsenvaltiot, jotka ovat ottaneet euron käyttöön rahakseen perustamissopimuksen mukaisesti.

Euron pankkipäivä (business day for the euro): Päivä, jona euromääräinen kaupankäynti, selvitys ja toimitus ovat mahdollisia.

Koronlaskukäytäntö (day count convention): Käytäntö, jolla määrätään koron laskennassa huomioon otettava päivien määrä (ks. tod./tod. ja tod./360).

Kupongin maksuväli (coupon frequency): Lukumäärä ilmaisee, miten usein liikkeeseenlaskija lupaa vuoden aikana maksaa korkoa vieraan pääoman ehtoiselle arvopaperille (vuosittain tai puolivuosittain). Käytäntö vaihtelee eri maissa.

Liikkeeseenlaskija (issuer): Oikeushenkilö, jolla on oikeus laskea liikkeeseen ja jakaa arvopapereita.

Likviditeetti (liquidity): Mahdollisuus ostaa tai myydä vaateita nopeasti ilman vaateen markkina-arvon muutoksia (ts. mahdollisuus muuttaa nopeasti käteiseksi).

Markkinahintaan arvostaminen (marking-to-market): Arvopaperin hinnan nostaminen tai alentaminen sen markkina-arvon vaihteluiden mukaan.

Muuttuva aliarvostus (variation margin): Vakuuspaperin markkinahinnan perusteella määräytyvä aliarvostus. Joillakin markkinoilla myös velallisen käteisenä tekämä talletus, jonka määrä muuttuu vakuusmateriaalin markkinahinnan mukaan niin, että repo-kaupalla on täydet vakuudet koko kaupan ajan.

Nimellisarvon muuttaminen (renominalisation): Joukkovelkakirjan tai osakkeen nimellisarvon muuttaminen.

Noteerausaskel (tick size): Osakkeen hinnan pyöristysmenetelmä noteeraustarkoituksiin. Eri hintaryhmillä voi olla erilaisia käytäntöjä.

Peruskauppaerä (round lots size): Osakkeiden lukumäärä, jolla voidaan käydä kauppaa ja jolle pörssissä noteerataan hinta. Peruskauppaerä on arvopaperikohtainen ja riippuu osakkeen hinnasta.

Reaaliaikainen bruttoselvitysjärjestelmä (Real-Time Gross Settlement system, RTGS): bruttoselvitysjärjestelmä, jossa toimeksiannot käsitellään ja selvitetään reaaliaikaisesti sitä mukaa kuin niitä saadaan.

Repo-kauppa (repurchase agreement, repo): myyjän ja ostajan välinen sopimus, jolla myyjä sitoutuu myydyn arvopaperin takaisinostoon sovittuun hintaan sovittuna päivänä tai tietyn ajan kuluttua.

TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system, Euroopan laajuinen automatisoitu reaaliaikainen bruttoselvitysperiaatteella toimiva maksujärjestelmä): maksujärjestelmä, johon kuuluu yksi reaaliaikainen bruttoselvitysjärjestelmä (RTGS) kustakin jäsenvaltiosta. Kunkin maan RTGS-järjestelmä on yhteydessä muiden maiden järjestelmiin kytkentäverkoston kautta, jotta maksut voitaisiin siirtää saman päivän aikana maasta toiseen koko euroalueella. TARGET-järjestelmään voidaan liittää myös kolmannen vaiheen ulkopuolelle toistaiseksi jäävien maiden RTGS-järjestelmiä, jos ne voivat käsitellä euromääräisiä maksuja.

Täydentävä emissio (tap stock): Arvopaperin-emissio, joka vastaa ominaisuuksiltaan täysin liikkeessä olevaa kantaa. Näin ollen se ja alkuperäinen liikkeessä oleva kanta ovat keskenään täysin vaihdettavissa. Täydentävät emissiot ovat yleensä pienempiä kuin tavalliset emissiot, ja niiden tarkoitus on vastata nimenomaisesti tiettyihin arvopapereihin kohdistuvaan kysyntään markkinoilla.

Tod./360 (todelliset päivät/360, actual/360): Koronlaskukäytäntö, jossa laskenta perustuu tosiasiallisesti kuluneisiin päiviin, ja 360 päivään vuodessa. Tätä käytäntöä on ehdotettu käytettäväksi EKPJ:n rahamarkkinaoperaatioissa.

Tod./tod. (todelliset päivät/todelliset päivät, actual/actual): Koronlaskukäytäntö, jossa laskenta perustuu tosiasiallisesti kuluneisiin päiviin, ja päivien tosiasialliseen lukumäärään vuodessa. Tämä on joukkovelkakirjamarkkinoilla suositeltavin menetelmä.

Vakioinen marginaali (initial margin): Repo-kaupan alussa vakuutena olevaan arvopaperiin sovellettava, maturiteetista ja liikkeeseenlaskijasta riippuva aliarvostus.

Vakuus (collateral): Varallisuusesineet, jotka velallinen panttaa velkojalle lainan ajaksi. Yleensä vakuuden määrä lasketaan siten, että velkojalle ei missään vaihessa synny markkinariskiä. Jos velallinen laiminlyö velvoitteensa, vakuus voidaan realisoida lainan maksamiseksi.

Varovaisuusperiaate (prudent man principle): Monien viranomaisten valitsema periaate, jota sijoituspäätöksiä muiden lukuun tekevien on noudatettava. Sen keskeisenä ajatuksena on, että päätöksentekijän odotetaan käyttävän toiminnassaan harkintaa varovaisuutta noudattaen, eli vältettävä spekulatiivisia sijoituksia, pyrittävä kohtuulliseen tuottoon ja säilytettävä pääoma.

6 LIITE

ASIANTUNTIJOIDEN LUETTELO[1]

Euron käyttöönoton vaikutuksia pääomamarkkinoihin selvitellyt neuvoa-antava ryhmä

Ryhmän jäsenet

A.	Giovannini [2]	LTCM
M.	Beleza	Banco Comercial Português
G.	Bishop	Salomon Brothers International Ltd.
Ch.	Bourdillon	Société des Bourses Françaises
G.	Evans	Bankers Trust/ISDA
D.	Hoehn	Paribas
J.	Moro	BBV Bruxelles
E.	Namor	San Paolo
P.	Praet	Generale Bank
V.	Remay	Paribas
Th.	Richter	Deutsche Börse AG
S.	Schuster	Deutsche Bank AG
F.	Von Dewall	ING Group

Muut selvityksen laatimiseen osallistuneet

D.	Angel	LIFFE
C.	Bennet	Salomon Brothers International
D.	Blake	Goldman Sachs
B.	Blower	BBA - British Bankers' Association
Th.	Bollier	LTCM
V.	Bourcier	MATIF
J.	Bruen	LIFFE
M.	Chatfield	LTCM
W.	Claeys	Euroclear
I.	Clarke	Morgan Stanley Int.
R.	Cocquyt	CGER
J.	Corrigan	Irish National Treasury Management Agency /EFFAS
P.	Cotella	Credito Italiano
B.	Crowe	Chase Manhattan Bank/ISDA
C.	Dammers	IPMA
S.	De Forges	Trésor Français
P.	De Grauwe	Katholieke Universiteit Leuven
P.	De Weerd	London Stock Exchange

J.	Dowsett	Dresdner Kleinwort Benson
J-F	Dubroeucq	Federation of European Stock Exchange
M.	Elderfield	ISDA
A.	Evans	LIBA
C.J.	Farrow	London Investment Banking Association
M.	Fox	Lehman Brothers
C.	Franke	Deutsche Börse AG
P.	Gennart	Generale Bank
J.	Grant	Goldman Sachs
B.	Greborn	VPC/The Swedish Central Securities
J.	Hardt	European Mortgage Federation
S.	Harry	SICOVAM
K.	Hoekerd	ING Group
R.	Hoffman	CEDEL
L.	Horngren	Swedish Debt Office
A.	Houmann	EBF
Ch.	Huhne	IBCA
K.	Knappe	German Banking Association - EBF
J.	Knight	Federation of European Stock Exchange
E.	Letemendia	EBF (European Banking Federation)
T.	Mackie	European Mortgage Federation
I.	Mackintosh	Standard & Poor's Ratings
G.	Mazzuchelli	Morgan Stanley Int.
P.	Mercier	European Monetary Institute
P.	Mortimer-Lee	Paribas
R.	Monro-Davies	IBCA
M.	Obstfeld	University of California
M.	Papenfuss	Deutscher Kassenverein
C.	Parry	Morgan Stanley Int.
D.	Pepper	Goldman Sachs
Y.	Poullet	Euroclear
O.	Putzeys	Groupement européen des Caisses d'Epargne
K.	Reuss	Standard & Poor's
G.	Rützel	Bayerische Hypotheken und Wechsel Bank
J.	Samain	Generale Bank
N.	Schabel	European Mortgage Federation
H.	Style	IPMA
P.	Tamayo	BBV
A.	Tohani	LIFFE
M.	van Turenhoudt	Association belge des banques
F.	Veverka	Standard & Poor's (France)
Th.	Weisgerber	German Banking Assoc.
A.	Wigny	General Bank

1. Asiantuntijat osallistuivat työhön omissa nimissään eivätkä yritysten edustajina.
2. Puheenjohtaja

ISSN 1024-4492

KOM(97) 337 lopullinen

ASIAKIRJAT

FI **09 02**

Luettelonumero : CB-CO-97-345-FI-C

ISBN 92-78-22416-2

Euroopan yhteisöjen virallisten julkaisujen toimisto

L-2985 Luxemburg

42