



EUROOPAN YHTEISÖJEN KOMISSIO

Bryssel 15.11.2000
KOM(2000)729 lopullinen

**KOMMISSION TIEDONANTO
EUROOPAN PARLAMENTILLE JA NEUVOSTOLLE**

SIJOITUSPALVELUDIREKTIIVIN (93/22/ETY) TARKISTAMISESTA

**KOMISSION TIEDONANTO
EUROOPAN PARLAMENTILLE JA NEUVOSTOLLE**

SIOITUSPALVELUDIREKTIIVIN (93/22/ETY) TARKISTAMISESTA

-TIIVISTELMÄ-

Lissabonissa kokoontunut Eurooppa-neuvosto korosti strategista merkitystä, joka markkinalähtöisellä rahoituksella on EU:n taloudellista vaurautta ylläpitävänä keskeisenä tekijänä. Tässä tiedonannossa, joka on osa rahoituspalvelujen toimintasuunnitelmaa, määritetään suuntaviivat sijoituspalveludirektiivin (93/22/ETY) perusteelliselle uudistamiselle ja pyydetään sen toteuttamiseen liittyviä huomautuksia.

Sijoituspalveludirektiivi on sijoituspalveluyrityksiä ja arvopaperimarkkinoita koskevien EU:n sääntelypuitteiden kulmakivi. Direktiivi on ollut voimassa viisi vuotta, ja tänä aikana yhtenäisten arvopaperimarkkinoiden ensimmäiset lainsäädännölliset esteet ovat poistuneet. Monilla sijoituspalveluyrityksillä on EU:n kattava yksi toimilupa. Pääsy ”säännellyille markkinoille” ja pörssiin on vapautettu. Kansallisesti noteerattavien arvopaperien koko EU:n kattavaa kauppaa on helpotettu.

Uudet haasteet

Sijoituspalveludirektiiviä on kuitenkin ajanmukaistettava, jotta se vastaa arvopaperien uuden kaupankäyntiympäristön tarpeita. Markkinavoimat, joita yhteinen raha vielä voimistaa, lisäävät yhtenäisten rahoitusmarkkinoiden tarvetta. Tietotekniikan kehitys mullistaa liiketoiminnan käytänteet ja luo mahdollisuuksia uuden sukupolven palveluntarjoajille. Arvopaperikaupan perusrakenteiden perinpohjaisen uudistuksen taustalla on tarve tehostaa toimintaa, alentaa kustannuksia ja luoda koko EU:n kattavat markkinat. Arvopaperipörssien sulautumiset ja yhteenliittymät ovat näkyvin osoitus merkittävistä muutoksista. EU:n arvopaperikaupan tehokkuutta voidaan lisätä merkittävästi yhdistämällä selvitystoimintaa, johon liittyvät hankkeet etenevät kiihtyvällä tahdilla.

Yhteisen rahan käyttöönoton myötä näillä rakenteellisilla muutoksilla on vaikutuksia koko EU:n alueella. Kansallisten rahoitusmarkkinoiden syvään juurtuneesta segmentoitumisesta ollaan luopumassa ja rajatylittävien pääomansiirtojen vaikutukset voimistuvat koko ajan. Rajatylittävien liiketoimien määrä lisääntyy. Muiden jäsenvaltioiden markkinoiden kehitys vaikuttaa yhä selvemmin yhdessä jäsenvaltiossa toimivien sijoittajien ja liikkeeseenlaskijoiden käyttäytymiseen.

Sijoittajansuojaa sekä tehokkaita ja järjestelmällisiä markkinoita koskevien kattavien lainsäädännöllisten tavoitteiden saavuttaminen edellyttää, että

- sovittuihin riskinhallintamenetelmiin ja niiden tehokkaaseen täytäntöönpanoon voidaan luottaa
- sääntelystä ja valvonnasta vastaavien elinten tehtävät ja vastualueet ovat selvillä

- toimivaltaiset viranomaiset toimivat jatkuvasti yhteistyössä ja lähentävät valvontakäytänteitään.

Sijoituspalveludirektiivin tarkistamisen painopisteet

Edellä mainittujen haasteiden vuoksi sijoituspalveludirektiiviä on tarkistettava keskittyen neljään painopisteeseen.

- ***Sijoituspalveluyritysten tehokas toimilupa.*** Yhden toimiluvan käyttökelpoisuutta ovat heikentäneet sen soveltamisalaa rajoittavat mittavat poikkeukset ja vastaanottavan jäsenvaltion vaatimusten yleinen soveltaminen. Sijoituspalveluyritysten EU:n kattavan toimiluvan tuomien etujen täysimääräinen hyödyntäminen edellyttää edistystä kahdella osa-alueella. Kaikki rahoituksen tukkumarkkinoilla tapahtuva liiketoiminta on ensinnäkin saatettava kotijäsenvaltion valvonnan alaiseksi. Toiseksi on sääntelyn avulla ennakkoon yhdenmukaistettava piensijoittajien suojaa koskevat menettelytapasäännöt sekä helpotettava (muiden kuin) alakohtaisten järjestelyjen avulla rajatylittäviä sopimussuhteita koskevia neuvotteluita, sopimussuhteiden solmimista sekä välimiesmenettelyä.
- ***Uudentyyppiset palvelut.*** Teknologian kehitys on tuonut markkinoille uusia palveluntarjoajia. Esimerkiksi vaihtoehtoiset kaupankäyntijärjestelmät (*Alternative Trading System, ATS*) kilpailevat olemassa olevien sijoituspalveluyritysten ja joskus myös markkinoiden infrastruktuurin ylläpitäjien kanssa. EU:n arvopaperimarkkinoita valvovien viranomaisten pitäisi pystyä sijoituspalveludirektiivin avulla soveltamaan yhteisiä, oikein mitoitettuja suojatoimia, jotta nämä järjestelmät voivat toimia koko EU:n alueella.
- ***Pörssien ja muiden kauppapaikkojen tehokas kilpailu.*** Vastikään kaupallisiksi muuttuneiden pörssien ja muiden kauppapaikkojen tulisi sijoituspalveludirektiivin avulla pystyä toimimaan vakaasti ja kilpailemaan tehokkaasti markkinaosuuksista ilman, että sääntely- tai valvontatoimet haittaavat liaksi niiden toimintaa. Kilpailu ei saa myöskään perustua liialliseen lainsäädännöllä keinotteluun, joka voi vaarantaa markkinoiden tehokkaan ja järjestelmällisen toiminnan sekä sijoittajansuojan toteutumisen. EU:n pörssiin ja kauppapaikkoihin sovellettavien sääntely- ja valvontatoimien pitäisi perustua riskien ja mahdollisuuksien yhteiseen ”first-best” -arvioon. Sijoituspalveludirektiivin ”säänneltyjä markkinoita” koskevia säännöksiä pitäisi tämän vuoksi laajentaa, jotta ne tarjoavat oikeudellisen perustan erityisesti avoimuuteen ja tiedonantovelvollisuuteen liittyville keskeisille esikuva-arvoille.
- ***Rajatylittävän selvityksen lisääntyminen.*** Selvitystoimintaa ollaan yhdistämässä koko EU:n tasolla. Tämä tehokkuutta lisäävä kehitys keskittää systeimiriskiä ja lisää lainkäyttöalueiden välisten ristiriitojen todennäköisyyttä. On erittäin tärkeää, että riskinhallintamenetelmät ja valvontayhteistyö nauttivat keskinäistä luottamusta. Kaikkien osapuolten on pikaisesti paneuduttava selvitysmenettelyjen ongelmiin ja jäljellä oleviin arvopapereiden toimitusyhteyksiä haittaaviin tekniisiin ja oikeudellisiin esteisiin.

Soveliaat lainsäädäntötoimet

Rahoituspalveluja sääntelevän EU:n lainsäädännön on oltava toimivaa pitkällä aikavälillä. Alalla ei tarvita ohjailevia, joustamattomia säännöksiä, jotka rahoitusalan innovaatiot ja markkinoiden kehitys tekevät nopeasti tarpeettomiksi. Korkeatasoisten periaatteiden pohjalta laaditut lainsäädännölliset puitteet voivat luoda perustan dynaamisille, järjestelmällisille ja vakaille rahoitusalan yhtenäismarkkinoille. Näitä periaatteita on täydennettävä mekanismeilla, joiden avulla voidaan ohjata toimintaa ja varmistaa säännösten yhdenmukainen tulkinta. Ilman näitä tukitoimia säännöksillä ei ole toivottua vaikutusta.

Tarkistetun sijoituspalveludirektiivin on luotava yhteinen oikeusperusta säännösten suoralle täytäntöönpanolle ja noudattamisen valvonnalle. FESCO:n (*Forum of European Securities Commissions*) kautta toteutettu sääntely- ja valvontayhteistyö on jo tuottanut tuloksia, mutta toimintaa on tehostettava. Komissio pyrkii parhaalla mahdollisella tavalla saavuttamaan mainitut tavoitteet valmistellessaan sijoituspalveludirektiivin tarkistamisen edellyttämiä lainsäädäntöehdotuksia. Komissio toimii perustamissopimuksen määräysten ja unionin toimielinjärjestelmän puitteissa ja saa tukea arvopaperimarkkinoiden asiantuntijakomitean tekemistä analyyseistä.

Rahoituspalvelujen toimintasuunnitelmassa korostetaan, että arvopaperimarkkinoita koskevien unionin lainsäädännöllisten puitteiden pikainen tarkistaminen ja vahvistaminen on poliittisesti entistä tärkeämpää. Lissabonin Eurooppa-neuvoston kokouksessa painotettiin, että valmisteluja on nopeutettava ja ne on saatava päätökseen ennen vuotta 2005. Tällä tiedonannolla aloitetaan kattava neuvottelukierros, jonka tavoitteena on sääntelypuitteiden yhden keskeisen osan, sijoituspalveludirektiivin, mahdollinen uudistaminen. Euroopan parlamenttia, kansallisia sääntely- ja valvontaviranomaisia, muita EU:n tasolla toimivia organisaatioita FESCO mukaan lukien, markkinatoimijoita, markkinapalvelujen käyttäjiä ja muita asianomaisia osapuolia pyydetään tekemään huomautuksia tässä tiedonannossa esitetyistä seikoista ja niihin perustuvasta analyysistä. Liitteessä 1 on tiivistelmä seikoista, joista odotetaan huomautuksia.

Huomautukset pyydetään toimittamaan komissiolle 31. maaliskuuta 2001 mennessä osoitteeseen DG MARKT F, avenue Cortenbergh 107, B-1040 Bruxelles/Brussel. Sähköpostiosoite: MARKT-ISD@cec.eu.int.

- KOMISSION TIEDONANTO -

1. JOHDANTO

1.1. Lissabonin Eurooppa-neuvoston päätelmien täytäntöönpano

Lissabonissa kokoontunut Eurooppa-neuvosto korosti tarvetta muodostaa vuoteen 2005 mennessä tehokkaat, yhtenäiset rahoitusmarkkinat, joilla on keskeinen asema EU:n kasvu- ja työllisyysstrategiassa. Eurooppa-neuvosto katsoi yhdentymisen, tehokkuuden ja vakauden olevan avainasemassa arvioitaessa EU:n arvopaperimarkkinoiden suorituskykyä. EU:n toimintaperiaatteiden pitäisi perustua kolmeen perusperiaatteeseen, jotka ovat sijoittajansuoja, markkinoiden tehokkuus ja järjestelmällisyys sekä markkinoiden vakaus.

Tavoitteet tukevat toisiaan: markkinoiden yhdentyminen johtaa likviditeetin keskittymiseen, mahdollistaa pääomien kohdentumisen tuottaviin kohteisiin ja lisää palveluntarjoajien välistä kilpailua. Tehokkaat pörssit saavat moninkertaisia etuja, koska ne houkuttelevat lisää likviditeettiä markkinoille, parantavat kilpailukykyään ja edistävät tehokasta hinnoittelua EU:n arvopaperimarkkinoilla. Toiminnan vakaus ja turvallinen kaupankäynti ovat jokaisen kaupankäyntijärjestelmän keskeisiä piirteitä.

Aiemmin hajallaan olleen kansallisten markkinoiden likviditeetin keskittyminen antaa mahdollisuuden sijoittaa säästövarat mahdollisimman tehokkaasti EU:n alueella. Väestörakenteen kehitys edellyttää, että lakisääteisiä eläkejärjestelmiä täydennetään turvallisella ja tuottavalla tavalla. Arvopaperisijoitukset ovat keskeisessä asemassa menestyksessä keskipitkän ja pitkän aikavälin sijoitusstrategioissa. Likviditeetin keskittyminen tarjoaa erityisesti pääomaa tarvitseville yrityksille joustavan ja kilpailukykyisen vaihtoehdon pankkilainalle niiden etsiessä rahoitusta työpaikkoja luoville investoinneilleen. Syvät, likvidit rahoitusmarkkinat antavat yrityksille mahdollisuuden hienosäätää rahoitusrakennettaan ja täydentää rahoitusmahdollisuuksiaan perustamisvaiheen ja listautumisen (*initial public offer*) välillä. Yritykset ja liikkeeseenlaskijat saavat näin paremman hinnan arvopapereistaan. Kun käytettävissä on mahdollisimman suuri määrä potentiaalisia sijoittajia, hinnanmuodostusmekanismi tehostuu ja näin varmistetaan kilpailukykyisin hinnoittelu pääomalle. Välitys- ja transaktiokustannukset (välikäsiä perimät palkkiot ja maksut) pysyvät kovan kilpailun ansiosta minimitasolla. Markkinoiden ajoittain lisääntyvä volatilitaetti tai satunnaiset korjausliikkeet eivät kumoa sitä tosiasiaa, että markkinalähtöinen rahoitus merkitsee huomattavia etuja EU:n sijoittajille ja liikkeeseenlaskijoille.

Pääomien vapaan liikkumisen esteiden poistaminen ei yksin riitä. Sääntelytoimet ovat tarpeen, jotta voidaan puuttua markkinahäiriöihin ja tehostaa pääoman kysynnän ja tarjonnan kohtaamista. Tarvitaan sääntelypuitteet, jotka korostavat avointa markkinoille pääsyä, osakkeenomistajien oikeuksia, tehokasta tiedonantoa, oikeudellisesti varmoja

selvitysmenettelyjä ja sopimusten täytäntöönpanoa, jotta tehokkaiden ja vakaiden markkinalähtöisten järjestelmien edut voidaan varmistaa. Rahoituspalvelujen toimintasuunnitelmassa määritetään EU:n arvopaperimarkkinalainsäädännön ensimmäiset kehittämiskohteet, jotka ovat liikkeeseenlaskijoiden EU:n kattava yksi toimilupa sekä säännöt markkinoiden manipuloinnista ja rajatylittävien vakuuksien käytöstä.¹

Säätelyjärjestelmän on toimittava tehokkaasti. EU:ssa sovellettavien säännösten on oltava selkeitä ja kattavia, täytäntöönpanosta ja valvonnasta vastaavien viranomaisten on toimittava tehokkaasti ja tarpeen vaatiessa säännöksiä on voitava mukauttaa nopeasti. Näin voidaan varmistaa, että säätelytoimet pysyvät markkinoiden kehityksen mukana ja edistävät yhtenäisten, tehokkaiden arvopaperimarkkinoiden syntymistä.

1.2. EU:n rahoitusmarkkinoiden rakenteelliset muutokset

Suoraan markkinoilta saatava rahoitus on horjuttamassa pankkilainojen perinteistä valta-asemaa useimmissa jäsenvaltioissa. Ennätysmäärä yrityksiä järjestää osakeanteja². Yhteisösijoittajat ja kilpailukykyisten välittäjien uusi sukupolvi ovat saaneet kotitaloudet sijoittamaan säästöjään. Joissakin jäsenvaltioissa yli kolmasosa aikuisväestöstä omistaa osakkeista. Kaupankäynnin infrastruktuuri on myös muuttumassa perinpohjaisesti. Uusi teknologia helpottaa uusien palveluntarjoajien tuloa markkinoille, missä ne voivat kilpailla vanhojen yritysten kanssa kaikilla kaupankäyntijärjestelmän osa-alueilla hoitamalla yksinkertaisia toimeksiantojen reititysjärjestelmiä tai muodostamalla kokonaista pörssiä vastaavia yhteisöjä. Pörssien tasolla kilpaillaan parhaillaan siitä, kuka tarjoaa liikkeeseenlaskijoille, sijoittajille ja välittäjille yleiseurooppalaisen kauppapaikan. Tuloksena on ollut kunnianhimoisia ehdotuksia pörssien välisistä sulautumista ja yhteenliittymistä. Selvitysjärjestelmät (ja jossain määrin myös arvopaperien toimittaminen) ovat tärkeitä kustannuspaikkoja, joiden suhteen voidaan saavuttaa merkittäviä etuja yhdistämällä EU:n kauppapaikkojen toimintaa. Markkinoilta tulevat paineet pakottavat poistamaan kansallisten sekä eurooppalaisten ja kansainvälisten selvitysjärjestelmien välisiä rajoja.

Valuuttakurssiriskin poistuttua euroalueelta rakenteellinen kehitys on laajentunut koko EU:n alueelle. Markkinoiden väliset riippuvuussuhteet vahvistuvat kaikilla tasoilla. Rahastojen ja yksityisten sijoittajien sijoituskohteet ulottuvat laajemmalle alueelle Euroopassa. Samoilla rahoitusinstrumenteilla voidaan käydä kauppaa keskenään kilpailevissa pörseissä ja kauppapaikoilla eri puolilla unionia. Samat sijoituspalveluyritykset ovat jäseninä eri pörseissä ja niillä on samat kansalliset asiakkaat. Pörssit ja uudentyyppiset kauppapaikat kilpailevat yli rajojen toimeksiannoista ja ovat yhä riippuvaisempia sulautumisten tuloksena syntyneistä selvitysyhteisöistä ja muista keskittyneistä palveluntarjoajista.

¹ KOM(1999) 232, 11.5.1999.

² Uudet pörssiyritykset laskivat liikkeeseen kolmasosan kaikista uusista osakkeista EU:n alueella toimivissa pörseissä vuonna 1999.

2. SJOITUSPALVELUDIREKTIIVIN ARVIOINTI

2.1. Rakenne ja sisältö

Sijoituspalveludirektiivi tarjoaa lainsäädännölliset puitteet sijoituspalveluyritysten sääntelylle ja valvonnalle. Siinä on myös joitakin säännöksiä pörssleistä ja markkinoista, joilla kyseiset yritykset toimivat. Direktiivissä on kolme keskeistä osaa.

1. Yksi toimilupa sijoituspalveluyrityksille

Sijoituspalveluyritykset voivat direktiivin mukaan tarjota palveluja toisissa jäsenvaltioissa tai perustaa niihin sivuliikkeitä kotivaltion antaman toimiluvan perusteella. Vastavuoroiseen tunnustamiseen perustuvaa järjestelmää on täydennetty yhdenmukaistamalla toimiluvan myöntämistä ja jatkuvaa toimintaa koskevat vaatimukset. Erityisen tärkeitä ovat sijoituspalveluyritysten organisaatorakennetta ja niihin sovellettavia menettelytapasääntöjä koskevat peruseriaatteet. Sijoituspalveludirektiivin keskeisiä säännöksiä on täydennetty sijoituspalveluyritysten ja luottolaitosten omien varojen riittävydestä annetulla direktiivillä 93/6 (*Capital Adequacy Directive*) ja sen muutosdirektiivillä 98/31³. Sijoituspalveludirektiiviin sisältyvissä yhdenmukaistavissa säännöksissä määritetään vain ydinperiaatteet.

Sijoituspalveludirektiivin tärkeimpien säännösten taustalla on perinteinen välittäjään/meklariin perustuva liiketoimintamalli. Tämä ilmenee selvästi siitä, että direktiivissä painotetaan voimakkaasti transaktioita koskevia säännöksiä, joiden tarkoituksena on suojata sijoittajaa sijoituspalveluyritysten väärinkäytösten tai muun sopimattoman toiminnan varalta. Säännösten kansallinen täytäntöönpano on myös perustunut sijoituspalvelujen perinteisiin kaupankäyntimuotoihin, joihin kuuluvat yrityksen ja asiakkaan väliset kirjeitse tai puhelimitse tehdyt vakimuotoiset sopimukset. Merkintään ja liikkeeseenlaskuun liittyvät palvelut kuuluvat myös sijoituspalveludirektiivin mukaisen toimiluvan piiriin. Neuvontapalvelujen sekä säilytyksen ja hallinnoinnin kaltaisia liitännäispalveluja tarjoavat yritykset eivät kuitenkaan kuulu toimiluvan piiriin, paitsi jos liitännäispalveluja tarjotaan jonkun ”ydinpalvelun” yhteydessä.

³ Näissä direktiiveissä määritetään omat varat, jotka sijoituspalveluyrityksillä on oltava kattamassa kaupankäyntisalkkuunsa sisältyvää positio- ja markkinariskiä. Omien varojen riittävyttä ei käsitellä yksityiskohtaisesti tässä tiedonannossa, koska niitä koskevia valvonta- ja sääntelykysymyksiä tarkastellaan jo yhteisön tasolla tukeutuen Baselin komiteassa tehtyyn työhön.

Sijoituspalveludirektiivi on vähentänyt sijoituspalveluyritysten segmentoitumista markkinoilla ja helpottanut pääsyä ”säännellyille markkinoille”. Lukuisat yritykset ovat hyödyntäneet yhtä toimilupaa. Liitteessä olevissa kuvioissa 1 a ja 1 b on tietoja markkinoille tulleista sijoituspalvelujen tarjoajista tai niiden sivuliikkeistä.⁴

2. Pääsy ”säännellyille markkinoille”

Sijoituspalveluyritysten yhden toimiluvan lisäksi sijoituspalveludirektiivillä on poistettu jäsenyyttä säännellyillä markkinoilla tai niille pääsyä koskevat viralliset rajoitukset, jotka estäisivät sijoituspalveluyritysten yhden toimiluvan käyttöä. Direktiivissä kielletään määrälliset ja muut keinotekoiset rajoitukset, jotka estävät pääsyn säännellyille markkinoille. Sähköisiä kaupankäyntivälineitä hyödyntävien markkinoiden on lisäksi hyväksyttävä jäsenikseen muissa jäsenvaltioissa sijaitsevat ”etäjäsenet”. Amsterdamin, Pariisin ja Frankfurtin pörssien sekä Eurexin jäsenistä 30-50 prosenttia tulee muista EU-maista tai kolmansista maista, ja ne muodostavat merkittävän osan markkinoiden vaihdosta. Ilmiö on laajalle levinnyt mutta ei aukoton (esimerkiksi Madridin pörssissä ei ole lainkaan etäjäseniä). Sijoituspalveludirektiivissä säädetään myös kumppanuusvaltioista tulevien osallistujien pääsystä selvitysjärjestelmiin.

Säännellyillä markkinoilla on oikeus asentaa kaupankäyntijärjestelmiä kumppanijäsenvaltioihin ja toimia siellä etäjäseninä. Pieni määrä pörsejä on hyödyntänyt aktiivisesti tätä mahdollisuutta. Sijoituspalveludirektiivissä on osattu tältä osin ennakoida pörssien välillä nykyään vallitseva kilpailutilanne.

Säänneltyjen markkinoiden määritelmään sisältyvät yleiset vaatimukset viralliselle pörssilistalle ottamisesta, raportoinnista ja avoimuudesta. Kunkin maan viranomaiset päättävät, mitkä kauppapaikat nimetään säännellyiksi markkinoiksi ja mitä erityis- tai yksinoikeuksia niille myönnetään. Varmistaakseen, että sijoittajat hyötyvät mahdollisimman tehokkaasta kilpailusta, kansalliset viranomaiset voivat vaatia, että tietyt transaktiot on suoritettava säännellyillä markkinoilla (14 artiklan 3 kohdan keskittymäsääntö).

⁴

Näihin lukuihin on lisättävä luottolaitokset, jotka voivat tarjota sijoituspalveluja toisen pankkidirektiivin (89/646/ETY) mukaisen toimilupansa perusteella. Toisen pankkidirektiivin lisäksi näihin yrityksiin sovelletaan sijoituspalveludirektiivin 4, 8, 10, 11 ja 12 artiklan, 14 artiklan 3 ja 4 kohdan sekä 15 artiklan säännöksiä. Useissa jäsenvaltioissa kumppanuusvaltioista tulevia yrityksiä on selvästi enemmän kuin kotimaisia toimiluvan haltijoita. Kumppanuusvaltioiden yritysten markkinaosuudesta kansallisilla markkinoilla ei ole tietoja. Sivukonttorien vähäinen käyttö saattaa johtua siitä, että ilmoittamiseen ja toimiluvan saamiseen liittyvät menettelyt ovat suhteellisen hankalat, tai siitä, että sivukonttorin ylläpitäminen ei ole liiketoiminnan kannalta houkuttelevaa.

3. Valvontaviranomaisten yhteistyö

Ennen sijoituspalveludirektiivin voimaantuloa oikeussuojan takeet ja valvontakäytännöt vaihtelivat suuresti EU:n alueella. Sijoituspalveludirektiivin keskeisissä säännöksissä säädetään kansallisia toimivaltaisia viranomaisia koskevista vaatimuksista sekä jaetaan vastuualueet ja velvoitteet sijoituspalveludirektiivin säännösten täytäntöönpanon valvontaa varten. Direktiivin 22–27 artiklassa painotetaan valvontavastuun lähentymisen vähimmäistasoa ja edellytetään tärkeimpien vastuualueiden selvää jakamista kansallisille elimille ja itsesääntelyorganisaatioille. Nämä säännökset ovat edistäneet suuresti sääntely- ja valvontakäytänteiden lähentymistä. Sijoituspalveludirektiivissä säädetään lisäksi kansallisten viranomaisten välistä kattavaa tapauskohtaista ja jatkuvaa yhteistyötä koskevista menettelyistä. Yhteistyö on edellytys sijoittajien luottamuksen ja yhtenäisten markkinoiden eheyden säilyttämiselle. Vähän aikaa sitten perustetun FESCO:n (*Forum of European Securities Commissions*) myötä kansallisten toimivaltaisten viranomaisten välisestä yhteistyöstä on tullut järjestäytyneempää, vaikkakaan ei sitovaa.

2.2. Sijoituspalveludirektiivin tehokkaan soveltamisen rakenteelliset rajoitukset

Kansallisen toimiluvan ja valvonnan vastavuoroinen tunnustaminen on ollut yleisesti ottaen hyödyllistä EU:n markkinoiden kannalta. Sijoituspalveludirektiivin yleiset määritelmät ja peruskäsitteet ovat olleet riittävän joustavia mukautumaan liiketoimintakäytänteiden ja kansallisen valvonnan kehitykseen. Sijoituspalveludirektiivin monien säännösten yleinen luonne, jonka tueksi ei ole annettu yksityiskohtaisia sääntöjä tai täytäntöönpano-ohjeita, johtaa kuitenkin myös ongelmiin. Sijoituspalveludirektiivin säännösten tehokkuutta ovat heikentäneet mm. seuraavat seikat:

- Kotivaltion toimien merkitys on sijoituspalveludirektiivissä vähäinen. Useat direktiivin säännökset antavat vastaanottavalle jäsenvaltiolle mahdollisuuden valvontaan tai muihin toimiin ”yleisen edun” vuoksi. Tällaisia säännöksiä on erityisesti 13 artiklassa, 17 artiklan 4 kohdassa, 18 artiklan 2 kohdassa ja 19 artiklassa. Lisäksi 11 artiklan 2 kohdassa annetaan vastuu menettelytapasääntöjen täytäntöönpanosta ja niiden noudattamisen valvonnasta jäsenvaltiolle, jossa palvelu tarjotaan⁵. Vastaanottavan valtion toimille löytyy objektiivisia perusteita piensijoittajien etujen turvaamiseksi. Voimassa olevasta direktiivistä puuttuvat kuitenkin tehokkaat mekanismit, joilla voitaisiin lieventää kotivaltion periaatteeseen siirtymistä tai rajoittaa vastaanottavan valtion periaatteen soveltamisalaa.

⁵

Koska ei voida varmasti määrittää jäsenvaltioita, jossa palvelu tarjotaan, lähes kaikki kansalliset viranomaiset soveltavat paikallisia liiketoimintasääntöjä ulkopuolelta tuleviin palveluihin, joita tarjotaan kyseisessä valtiossa asuville sijoittajille.

- Säännöksissä ja määritelmässä on epäselviä kohtia, joiden vuoksi direktiiviä on tulkittu eri tavoin ja sen täytäntöönpanossa on eroja eri jäsenvaltioissa. Tämä koskee esimerkiksi ydinpalvelujen määritelmien täytäntöönpanoa, menettelytapasääntöjen soveltamista, säänneltyjen markkinoiden nimeämistä ja 19 artiklan mukaisten poikkeusvaltuuksien käyttöä. Sijoituspalveludirektiivissä ei ole säännöksiä, joista saataisiin lisäohjeita tai joiden avulla voitaisiin muodostaa yhteisiä lähestymistapoja yhdenmukaistamistoimien tulkinnalle ja täytäntöönpanolle.

Sijoituspalveludirektiiviä on uudistettava perinpohjaisesti, jotta voidaan ratkaista edellä mainitut ongelmat, hyödyntää markkinoiden tarjoamat ennennäkemättömät mahdollisuudet ja vastata arvopaperikaupan uudenlaisen kaupankäyntiympäristön asettamiin lainsäädännöllisiin haasteisiin. Komissio on arvioinut markkinakehityksen vaikutuksia lainsäädäntöön ja määrittänyt osa-alueet, joihin voitaisiin keskittyä sijoituspalveludirektiivin tarkistamisen yhteydessä. Uudistettavat kohdat on jaettu kahden otsakkeen alle, joista toinen liittyy sijoituspalveluyritysten ja palveluntarjoajien EU:n kattavan toimiluvan toimintaan. Toisen otsakkeen alla käsitellään pörssien ja kaupankäynnin infrastruktuurin osien rakenteellista kehitystä.

3. TÄYSIN KÄYTTÖKELPOINEN YKSI TOIMILUPA

3.1. Toimilupaan liittyvien oikeuksien selventäminen ja laajentaminen

Sijoituspalveludirektiivin mukaisen toimiluvan laajuutta rajoitetaan lukuisilla poikkeuksilla. Direktiivin 2 artiklan 2 ja 4 kohdassa säädetään lukuisista poikkeuksista, joista jotkut eivät kenties ole enää tarpeellisia⁶. Jotkut liitännäispalvelut (erityisesti säilytys) kannattaisi ehkä sisällyttää sijoituspalveludirektiivin mukaisen toimiluvan piiriin. Kun harkitaan liitännäispalvelujen sisällyttämistä ydinpalvelujen joukkoon, on harkittava sitä, voidaanko sijoituspalveludirektiivissä riittävällä tavalla käsitellä tiettyyn palveluun liittyviä valvontakysymyksiä. Yhdestä toimiluvasta saatavien konkreettisten etujen pitäisi myös olla suuremmat kuin säännösten (esim. omien varojen riittävyys) noudattamisesta aiheutuvat kustannukset.

Toimivaltaisten viranomaisten menettelytavat vaihtelevat niiden soveltaessa direktiivin säännöksiä sijoituspalvelualan eri ydinpalveluihin. Jäsenvaltiot ovat esimerkiksi laatineet erilaiset säännöt toimeksiantojen vastaanotto/välityspalvelujen ja/tai *execution only* –välityspalvelujen (pelkkä toimeksiantojen toteuttaminen) menettelytapasäännöstoille. Yhdessä jäsenvaltiossa toimiluvan saaneisiin yrityksiin voidaan niiden toimiessa toisessa valtiossa soveltaa erilaista valvontajärjestelmää. Kansallisten lähestymistapojen suurempi johdonmukaisuus helpottaisi rajatylittävää palvelujen tarjontaa ja uuteen teknologiaan perustuvien liiketoimintamallien syntymistä. Sijoituspalvelujen tarjoamisen uudet menetelmät ja muodot

⁶ Markkinakäytänteiden kehittymisen vuoksi on kiinnitettävä huomiota erityisesti 2 artiklan 2 kohdan g alakohdassa tarkoitettujen palvelujen ja toimeksiantojen vastaanottamiseen ja/tai välittämiseen liittyvien palvelujen väliseen suhteeseen.

voivat olla yhteensopivia nykyisten menettelytapasääntöjen kanssa. Saavutettu hyöty voi olla kaksinkertainen, jos voidaan määrittää varmemmin ne tavat, joilla sijoituspalveludirektiivin säännöksiä sovelletaan ja kuinka ne mukautetaan eri ydinpalveluihin.

- *Sijoituspalveluyritysten yhden toimiluvan tehokas toiminta edellyttää 2 artiklan 2 ja 4 kohdan mukaisten poikkeusten tarkistamista ja arviota siitä, voitaisiinko jotkut liitännäispalvelut muuttaa ydinpalveluiksi.*
- *Tarkistetusta sijoituspalveludirektiivistä on käytävä selvästi ilmi, kuinka yksittäisten säännösten pohjalta laaditaan eri ydinpalveluja koskevat säännökset, jotta rajatylittävää palvelujen tarjoamista haittaavat kansallisten valvontajärjestelmien ilmeiset poikkeavuudet voidaan välttää. Vastaajia pyydetään nimeämään direktiivin ne säännökset, joita voidaan soveltaa eri tavoin, sekä ehdottamaan tapoja, joilla säännökset mukautetaan eri ydinpalveluja varten.*

3.2. Sijoittajansuoja ja valvonnan päällekkäisyyden ongelmat

Suurin yhteen toimilupaan liittyvä ongelma on epävarmuus toimivallasta ja siihen liittyvät ristiriidat. Kuten direktiivin keskeisissä säännöksissä mainitaan, vastaanottavan valtion viranomaiset soveltavat kotimaisille sijoittajille tarjottaviin palveluihin yleensä paikallisia liiketoiminta- ja mainontasääntöjä sekä joitakin organisaatioon tai toiminnan vakauteen liittyviä vaatimuksia (asiakkaiden rahojen hallussapidon vuoksi). Kaksinkertaiset valvontajärjestelmät estävät erityisesti rajatylittävien meklari- ja välityspalvelujen tarjoamista.

Markkinoihin ja asiakkaiden kanssa käytävään oikeudenmukaiseen kauppaan liittyvien yrityksen velvoitteiden valvonnan osalta yksi toimilupa edellyttää viime kädessä järjestelmällistä tukeutumista kotivaltion valvonnan periaatteeseen. Lukuisat direktiivin voimassaolevat säännökset suosivat säännösten täytäntöönpanoa vastaanottavassa valtiossa tai antavat perusteettoman suuren merkityksen yleiseen etuun perustuville poikkeuksille. Direktiiviin sisältyviä kotivaltion asemaan tehtyjä poikkeuksia on tarkasteltava huolellisesti. Tarkoitus ei ole kuitenkaan vesittää sijoittajansuojaa, koska kotivaltion viranomaisilla on usein parhaat mahdollisuudet panna sijoittajansuojaa koskevat vaatimukset täytäntöön ja valvoa niiden noudattamista sen jälkeen, kun ne on määritetty.

Yritettäessä luoda toimivampaa EU:n kattavaa toimilupaa on erotettava ammattimaisesti toimiville vastapuolille ja piensijoittajille tarjottavat palvelut. Ammattimaisille sijoittajille tarjottavien palvelujen osalta kehitys kulkee kohti kotivaltion yksin harjoittamaa toiminnan vakautta koskevien sääntöjen ja menettelytapasääntöjen täytäntöönpanoa, eikä enempi yhdenmukaistaminen ole tarpeen. Komission tiedonannossa sijoituspalveludirektiivin 11 artiklasta on yksityiskohtainen, mutta ei sitova analyysi asiakysymyksiin ja käytäntöön liittyvistä näkökohdista, joka tukee

tätä lähestymistapaa⁷. FESCO:n vastikään antama määritelmä ammattimaisesta sijoittajasta ja piensijoittajasta tarjoaa yhteiseen sopimukseen perustuvan käytännöllisen perustan määritettäessä, kuka on ammattimainen sijoittaja, johon ei tarvitse soveltaa vastaanottavan valtion menettelytapasääntöjä. Sijoituspalveludirektiiviin tehtävillä tarkastuksilla on pyrittävä antamaan tälle lähestymistavalle vankka oikeudellinen tuki paitsi oikeudenmukaista kaupankäyntiä koskevien menettelytapasääntöjen myös mainonnan ja yrityksen markkinoihin kohdistuvien velvoitteiden osalta.

Piensijoittajien osalta sijoituspalvelujen siirtäminen kotivaltion valvontaan on toteutettava huolellisesti. Vastaanottavan valtion viranomaisilla voi olla paremmat mahdollisuudet havaita sääntöjenvastainen toiminta ja ryhtyä toimiin niitä yrityksiä vastaan, jotka syyllistyvät väärinkäytöksiin käydessään kauppaa piensijoittajien kanssa. Ei voida myöskään luottaa siihen, että menettelytapasäännöt tarjoavat samanlaisen suojan piensijoittajille kaikissa jäsenvaltioissa. Piensijoittajien on helpompi aloittaa kotivaltionsa säännösten mukainen valitusmenettely.

Komissio harkitsee käytännön toimia, joilla nämä ongelmat voidaan ratkaista. Piensijoittajille on ilman muuta annettava mahdollisuus hyötyä kotimaisen oikeus- ja valvontajärjestelmän keskeisistä osista. Etämarkkinoinnista annettavalla direktiivillä yhdenmukaistetaan vaatimukset, jotka liittyvät etämarkkinoinnin ja –myynnin avulla toimitettavista rahoitus- ja sijoituspalveluista annettaviin yleistietoihin. FESCO:n puitteissa käynnissä oleva työ tähtää piensijoittajia koskevien menettelytapasääntöjen lähentymiseen. Käytännön ongelmat eivät kuitenkaan lopu tähän. Esimerkiksi silloin, kun yrityksen ja kuluttajan välinen suhde perustuu asiakassopimukseen tai muihin järjestelyihin, sopimusvelvoitteisiin sovellettava laki määräytyy Rooman yleissopimuksen perusteella. Tämä voi johtaa siihen, että joitakin kuluttajan kotivaltion pakollisia säännöksiä on sovellettava asiakkaan ja yrityksen välillä tehdyn sopimuksen vaikutusten vuoksi. Valvontayhteistyön mekanismeja voidaan joutua tehostamaan, jotta voidaan edistää monenkeskistä luottamusta yhtenäisen sijoittajansuojan täytäntöönpanoon ja valvontaan. Näihin haasteisiin – jotka eivät koske pelkästään sijoituspalveluja – on kyettävä vastaamaan.

Sähköisestä kaupankäynnistä annettuun direktiiviin sisältyy jo selvä käänne kohti alkuperämaan periaatetta kaikkien sähköisesti tarjottavien sijoituspalvelujen osalta. Sijoituspalveludirektiiviin tehtävillä muutoksilla on valmisteltava siirtymistä kotivaltion suorittamaan valvontaan. Vastaanottajavaltion jäljellä olevat vastualueet on rajattava tiukasti ja niiden pitäisi pääasiassa käsittää vain pienasiakkaiden kanssa käytävään oikeudenmukaiseen kauppaan liittyvät menettelytapasäännöt. Jos vastuu siirretään poikkeuksellisesti vastaanottavalle jäsenvaltiolle, sen toiminnalle on asetettava ehdot, jotka ovat voimassa vain sen ajan mikä on tarpeen tavoitteiden saavuttamiseksi.

⁷ Komission tiedonanto KOM(XX) 2000, ”Sijoituspalveludirektiivin (93/22/ETY) 11 artiklan mukaisten menettelytapasääntöjen soveltaminen”, marraskuu 2000.

- *Kotivaltion valvonnan edellytyksenä ei pitäisi olla palvelujen tarjoaminen ammattimaisesti toimiville vastapuolille. Onko menettelytapasääntöjen lisäksi olemassa muita sijoituspalveludirektiivin säännöksiä, joissa voitaisiin selvästi erottaa ammattimaiset sijoittajat ja piensijoittajat?*
- *Vastaajia pyydetään tekemään huomautuksia sääntelyyn ja valvontaan liittyvistä kysymyksistä, jotka edellyttävät vastaanottavan valtion osallistumista siirtymäkauden ajan. Mitä reunaehtoja tarvitaan luovuttaessa vähitellen vastaanottavan jäsenvaltion jäljellä olevista velvollisuuksista?*

Vastaajia pyydetään ottamaan huomioon sijoituspalveludirektiivin 11 artiklaa koskeva analyysi, joka on esitetty komission tiedonannossa.

3.3. Uudet toimijat –Vaihtoehtoiset kaupankäyntijärjestelmät (*Alternative Trading System*)

Tietotekniikan kehitys on vähentänyt markkinoillepääsyn esteitä arvopaperikaupan kaikissa vaiheissa. Vaikutukset ulottuvat meklari-/välityspalvelujen tarjoamisesta toimeksiantojen pelkkään reititykseen ja välitykseen ja kehittyneiden kauppapaikkojen perustamiseen toimeksiantojen täsmäytystä ja toteuttamista varten. Uudet kauppapaikat saattavat toimia ”oikeiden” pörssien tavoin ja useat niistä on nimetty säännellyiksi markkinoiksi.

Enemmän epävarmuutta on ollut sen suhteen, kuinka EU:n lainsäädännössä on säänneltävä ja valvottava vaihtoehtoisia kaupankäyntijärjestelmiä (*Alternative Trading System, ATS*), jotka ovat nykyään jäsenvaltioissa toimiluvan saaneita sijoituspalveluyrityksiä. Näiden järjestelmien käyttäjien edut on suojattava riittävällä tavalla ja niiden vuorovaikutus arvopaperien muun kaupankäyntiympäristön kanssa on optimoitava. Tärkein kysymys on, ovatko sijoituspalveluyrityksiä koskevat sijoituspalveludirektiivin (ja kansalliset) säännökset riittävät näiden uusien yhteisöjen mukanaan mahdollisesti tuomien lainsäädännöllisten riskien kattamiseen. Vaihtoehtoiset kaupankäyntijärjestelmät eivät muodosta homogeenista ryhmää⁸. FESCO:n puitteissa tehty yksityiskohtainen analyysi kuitenkin osoittaa, että näitä järjestelmiä voidaan hyvin usein pitää sijoituspalveluyrityksinä.⁹ Yksittäisten järjestelmien sääntelyn riskeistä tehdyn tapauskohtaisen arvion perusteella voidaan kuitenkin todeta, että sijoittajiin tai markkinoiden järjestelmälliseen toimintaan liittyviä ylimääräisiä riskejä voitaisiin käsitellä soveltamalla soveltuvien osin organisaatioon liittyviä vaatimuksia (10 artikla) ja menettelytapasääntöjä (11 artikla).

⁸ Jotkut järjestelmät tarjoavat yksinkertaisen sähköisen kohtaupaikan (ilmoitustaulu) toimeksiantojen täsmäytystä varten, kun taas jotkut vastaavat lähes sähköisiä inter-dealer – välittäjiä tai diilereiden tilauskirjoja.

⁹ ”The Regulation of Alternative Trading Systems in Europe”: FESCO 00-064C, 25.9.2000. Asiakirja löytyy osoitteesta www.europefesco.org.

Kansalliset arvopaperialan sääntelyviranomaiset pitävät tämän lähestymistavan täytäntöönpanoa parhaana lyhyen aikavälin tapana valvoa vaihtoehtoisia kaupankäyntijärjestelmiä. Myös komissio pitää tätä tarkoituksenmukaisena siirtymäkauden ratkaisuna, mutta lähestymistapa ei rajoita Euroopan yhteisöjen tuomioistuimen mahdollisesti antamia tulkintoja sen johdonmukaisuudesta sijoituspalveludirektiivin kanssa. On erittäin tärkeää, että lisävaatimuksia sovelletaan johdonmukaisesti, jotta toimiluvan saaneiden sijoituspalveluyritysten oikeuksia ei loukata.

Tämä käytännöllinen ratkaisu ei voi olla lopullinen. Jotkut vaihtoehtoiset kaupankäyntijärjestelmät saattavat olla rahoitusinstrumenttien järjestäytyneen kaupankäynnin keskuksia. Niitä uhkaavat siis samat markkinoiden luotettavuuteen, avoimuuteen sekä järjestelmälliseen ja tehokkaaseen toimintaan liittyvät riskit kuin pörssijä ja säänneltyjä markkinoita. Tämä saattaa edellyttää säänneltyjen markkinoiden järjestelmään liittyvien säännösten soveltamista. Sijoituspalveluyritykset ja säännelty markkinat on erotettu selvästi toisistaan voimassa olevassa sijoituspalveludirektiivissä. Tämä estää säänneltyjen markkinoiden järjestelmän ominaisuuksien siirtämisen sijoituspalveluyrityksiin. Sijoituspalveludirektiiviin tehtävillä tarkastuksilla voitaisiin tämän vuoksi sallia raportointiin, avoimuuteen ja tiedonantovaatimuksiin liittyvien säännösten (suhteutettu) soveltaminen niihin vaihtoehtoisiin kaupankäyntijärjestelmiin, jotka muistuttavat suuresti pörssijä.

- Mitkä 10 ja 11 artiklaan sisältyvät periaatteet ja vaatimukset ovat tärkeimpiä säänneltäessä vaihtoehtoisten kaupankäyntijärjestelmien (Alternative Trading System, ATS) tarjoamia markkinoiden infrastruktuuriin liittyviä palveluja? Ovatko jotkin muut sijoituspalveluyrityksiin perustuvan järjestelmän osat mahdollisesti tärkeitä?*
- Kun tarkastellaan vaihtoehtoisten kaupankäyntijärjestelmien sääntelyn toimivuutta, mitkä säänneltyjen markkinoiden sääntelypuitteiden osat (esim. raportointi, avoimuus, seuranta/täytäntöönpano) ovat tärkeimpiä erityyppisten vaihtoehtoisten kaupankäyntijärjestelmien kannalta?*

4. SÄÄNNELLYT MARKKINAT JA KAUPANKÄYNNIN INFRASTRUKTUURI

Sijoituspalveludirektiivi on laajentanut pörssien ja säänneltyjen markkinoiden jäsenistöä ja siten epäsuorasti edistänyt kaupankäyntijärjestelmien välistä kilpailua. Siirtyminen voittoperustalle on vahvistanut kannustinta kasvattaa kaupankäyntimääriä. Useat pörssit ovat hyödyntäneet avoimen jäsenyyden verkostojen mukanaan tuomia mahdollisuuksia. Pörssien välinen kilpailu kiristyy. Transaktiokustannuksia voidaan alentaa edelleen ainoastaan rajoitetusti uuden teknologian avulla, koska useat Euroopan pörssit käyttävät jo huipputeknologiaa. Lupaavin keino kasvattaa tuloja tulevaisuudessa on kaupankäyntimäärien kasvattaminen, jonka avulla saavutetaan suur- ja rinnakkaistuotannon etuja. Eräät pörssit ja uudet toimijat pyrkivät laajentamaan toimintansa orgaanisen kasvun avulla koko Eurooppaan. Toiset pörssit taas pyrkivät laajoihin

yhteenliittymiin tai fuusioihin, joiden avulla kaupankäyntimäärät keskittyvät mahdollisesti huomattavasti ja arvopaperimarkkinat syvenevät ja niiden likviditeetti paranee. Edut eivät rajoitu suur- ja rinnakkaistuotannon etuihin kauppohen suorittamisen yhteydessä: paljon merkittävämpiä tulevat loppujen lopuksi olemaan likviditeetin paranemisesta ja hintojen keskinäisen vuorovaikutuksen tehostumisesta aiheutuvat, vaikeammin määriteltävät parannukset. Sijoituspalveludirektiivin muuttamista tai laajentamista saatetaan tarvita, jotta tällä kehityksellä voidaan parhaalla mahdollisella tavalla

- (1) tukea tehokasta kilpailua pörssien välisessä toimeksiantojen virrassa (toimilupa)
- (2) selkeyttää nk. säänneltyjen markkinoiden sääntelyvaatimuksia järjestelmällisen ja tehokkaan kaupankäynnin etujen säilyttämiseksi (korkeatasoiset periaatteet)
- (3) edistää arvopapereiden läpinäkyvää hinnoittelua yksittäisissä pörseissä ja koko kaupankäyntijärjestelmässä
- (4) muokata yhteistä lähestymistapaa selvityksen ydentymiselle ja valvonnalle ja arvopapereiden selvitystoiminnoille.

4.1. Yksi toimilupa säännellyille markkinoille

Vaikka sähköiseen kaupankäyntiin perustuvien markkinoiden oikeutta harjoittaa kaupankäyntijärjestelmässä tapahtuvaa kauppaa jäsenvaltioissa voidaan pitää ennakkotapauksena, sijoituspalveludirektiivillä ei anneta täyttä oikeutta toimia säännellyillä markkinoilla. Sijoituspalveludirektiivin määritelmää säännellyistä markkinoista ja siihen liittyviä säännöksiä on tarkasteltava, jotta voidaan helpottaa kaupankäyntipalveluiden tarjoamista useiden eurooppalaisten arvopapereiden osalta.

Tällä hetkellä 1 artiklan 13 kohdassa oleva säänneltyjen markkinoiden käsite on määritelty osittain viittaamalla viralliselle pörssilistalle pääsyä koskeviin ehtoihin (ml. arvopapereiden viralliselle pörssilistalle pääsyä koskevat ehdot, joista on säädetty direktiivissä 79/279). Listalle pääsyn ehtoja on ensimmäisenä puolustettava, kun halutaan varmistaa markkinoilla kaupattavien rahoitusinstrumenttien laatu ja sijoittajien riittävä tiedonsaanti. Ongelmia syntyy, koska on epävarmaa, kuinka säänneltyjen markkinoiden olisi täytettävä velvollisuutensa varmistaa, että kaikki arvopaperit noudattavat viralliselle listalle pääsyä koskevia ehtoja (sellaisina kuin ne on määritelty direktiivissä 79/279¹⁰). Toistaiseksi käytäntönä on ollut, että säänneltyjen markkinoiden olisi tarjottava listaustoimet kaikille arvopapereille, joilla käydään kauppaa ko. markkinoilla. Käytäntö, että säänneltyjen markkinoiden on otettava arvopaperit viralliselle listalle ennen

¹⁰

Direktiivi 79/279, annettu 5.3.1979 (EYVL L 66, 16.3.1979). Epävarmuus viralliselle listalle ottamista koskevien vaatimusten noudattamisen osalta lisääntyy sellaisten arvopapereiden osalta, joihin ei sovelleta direktiiviä 79/279. Yhtenä turvatoimena on tarve laatia tarjousesite kaikille siirtokelpoisille arvopapereille, jotka on laskettu liikkeeseen markkinoilla.

kaupankäyntiä, voi kasvattaa huomattavasti kustannuksia ja rajoittaa kilpailevien markkinoiden ja pörssien mahdollisuuksia ottaa sama arvopaperi kaupankäynnin kohteeksi. Listautumista ja kaupankäyntiin pääsyä koskevat vaatimukset on sen vuoksi erotettava toisistaan, mikä aktivoisi kilpailua kaupankäyntijärjestelmien välillä. Lisäksi sellaiset rakennemuutokset kuin pörssien muuttuminen osakeyhtiöiksi edellyttävät, että listautumisen ja tietojen julkistamisen tavoitteiden toteuttaminen määritellään uudelleen. Ennen kuin näin kauaskantoisiin muutoksiin voidaan kuitenkaan ryhtyä on löydettävä oikeudenmukainen perusta listautumiseen liittyvien sääntelystä aiheutuvien yleiskulujen jakamiseksi ja siihen liittyvien vaatimusten (esim. hintaherkän tiedon levittämisen) täyttämiseksi. Ilman asianmukaisia järjestelyjä voittoa tavoittelevat pörssit saattavat pyrkiä erottamaan kalliit listautumistoimet toiminnastaan erityisesti silloin, kun kilpailijat käyttävät niiden mielestä listautumispalveluita ilmaiseksi hyväkseen. Tämä vaarantaisi listautumiseen liittyvät tärkeät "yleisen edun" nimissä harjoitettavat toimet. Tämän lähestymistavan täytäntöönpanoa pitäisi edeltää säänneltyjen markkinoiden määritelmän saattaminen ajan tasalle. Se edellyttää myös direktiivin 79/279 säännösten uudelleentarkastelua.¹¹

Sijoituspalveludirektiivin 14 artiklan 3 kohdan keskittymäsääntö tarjoaa jäsenvaltioille mahdollisuuden vaatia, että tiettyihin rahoitusinstrumentteihin liittyvät liiketoimet suoritetaan säännellyillä markkinoilla. Säännöksen tarkoituksena oli sijoittajansuojan parantaminen rajoittamalla markkinoiden ulkopuolella tapahtuvat liiketoimet ammattimaisiin sijoittajiin. Kaupankäynti rahoitusinstrumenteilla voidaan kuitenkin suunnata keinotekoisesti tietyille säännellyille markkinoille. Sijoittajan suoja toteutuu paremmin asianmukaisilla sijoittajien puolesta toimivia markkinaosapuolia koskevilla säännöksillä ja noudattamalla tiukasti vaatimusta hankkia asiakkaalle paras hinta (*best execution*). Mielivaltaisten tai kohtuuttomien säänneltyjen markkinoiden välisten kilpailunrajoitusten välttämiseksi saattaa olla tarkoituksenmukaista tarkastella "keskittymäsäännön" perustelun jatkuvuutta ja/tai sen muotoa.

Sijoituspalveludirektiivin 15 artiklan 5 kohdassa jäsenvaltioille annetaan valtuudet rajoittaa uusien markkinoiden perustamista alueelleen. Kuten IOSCO on todennut, markkinoiden hallinnointiin ja järjestelmälliseen toimintaan liittyy aiheellisia huolia, joiden vuoksi pörsseiltä on syytä edellyttää asianmukaisia lupia. Nykyistä säännöstä olisi kuitenkin tarkistettava, jotta voidaan varmistaa, että sitä ei käytetä sellaisten säänneltyjen markkinoiden toiminnan estämiseen, joille toisen maan viranomaiset ovat myöntäneet toimiluvan.

Komissio toteaa myös, että kaupallisesti toimivien pörssien kilpailu edellyttää myös valppautta kilpailuviranomaisilta, jotta ne voivat hillitä

¹¹ Sen lisäksi, että listautuminen ja kaupankäyntiin pääsy eivät ole kytketty toisiinsa, direktiivi 72/279 ei ole selkeä tiettyjen avainkäsitteiden kuten "virallinen listautuminen" ja "arvopaperipörssit" laajuudesta. Eri "säännellyillä markkinoilla" kaupattavien arvopapereiden laadussa ja tämän seurauksena tiedonantovelvollisuuden tasossa saattaa esiintyä poikkeavuuksia.

kaupankäyntiverkkoihin pääsyn kilpailunvastaista rajoittamista. Uuden teknologian avulla toimivat markkinoille tulijat ja ulkomaisista markkinoista johtuva kilpailu saattavat rajoittaa tätä vaaraa lisäämällä kilpailua kaupankäyntijärjestelmien/pörssien tasolla. Siitä huolimatta kaupankäyntimäärien liiallinen keskittyminen yhteen tai useampaan yksityisomistuksessa olevaan kaupankäyntijärjestelmään saattaa olla huolestuttavaa. Erityisen huolestuttavaa olisi, jos kaupankäyntijärjestelmän tasolla olevaan horisontaaliseen keskittymään liittyisi vertikaalinen yhdentyminen, joka kattaisi kaupankäynti- ja selvitysjärjestelmät ja keskittyneen vastapuolen järjestelmät. Silloin hallitsevasta asemasta kaupankäynnin infrastruktuurissa aiheutuisi kilpailun kannalta haitallisia vaikutuksia, jotka saattaisivat olla merkittävämpiä kuin edut, joita saadaan kustannuksia vähentävästä suorasta käsittelystä (*straight through processing*).

- *Säänneltyjä markkinoita koskevia vaatimuksia on selkeytettävä listautumisehtojen noudattamisen ja kaupankäyntiin pääsyn kriteereiden osalta. Tämä edellyttää myös direktiivin 79/279/ETY saattamista ajan tasalle. Millä ehdoilla tällainen lähestymistapa voidaan toteuttaa onnistuneesti säilyttämällä tiedonantovelvollisuus ja turvaamalla arvopaperikaupan laatu?*
- *Direktiivin 14 artiklan 3 kohdan keskittymäsääntöä ja 15 artiklan 5 kohdassa säädettyä oikeutta kieltää markkinoiden perustaminen on tarkistettava säänneltyjen markkinoiden rajatylittävään toimintaan kohdistuvien suhteettomien tai tarpeettomien rajoitteiden vähentämiseksi.*

4.2. Korkeatasoiset periaatteet säännellyille markkinoille

Sijoituspalveludirektiivissä säädetään niiden ehtojen rajoitetusta lähentymisestä, joita markkinoiden ja pörssien olisi noudatettava ylläpitääkseen luottamusta markkinoihin ja markkinoiden vakautta. Viimeaikaisessa rakennekehityksessä on korostunut se, kuinka sääntely- ja valvontavaatimusten erot voivat vaikeuttaa kaupankäynnin yhdentymistä. Markkinoiden yhdentyminen edellyttää kaupankäyntisääntöjen yhdenmukaistamista. Myös muilla aloilla tarvitaan yhteistä sääntelyä ja valvontaa.

Olennaisten tietojen esittäminen viipymättä ja korkealaatuisesti oikeudenmukaiselta pohjalta edellyttää, että listautumisvaatimukset, tarjousesitteet sekä säännöllinen hintaherkkien tietojen raportointi ja esittäminen ovat yhtenäisiä. Yhteinen läpinäkyvyys- ja raportointimalli on olennaisen tärkeä erityisesti silloin, kun liiketoimissa reagoidaan hyvin herkästi läpinäkyvyysvaatimuksiin. Järjestelmän erot johtavat tämän kaupan keskittymiseen sinne, missä läpinäkyvyysvaatimukset ovat väljimmät, mikä vaarantaa tehokkaan hinnanmuodostuksen yhdentyneillä markkinoilla. Markkinajäsenyyttä koskevat säännöt ja markkinoille pääsyä koskevat standardit on saatava yhdenmukaisiksi, jotta voidaan estää pääsykohdilla tapahtuva keinottelu integroidulla kauppapaikalla. Jäsenyyttä ja markkinoille pääsyä koskevien kriteereiden sisällön ja täytäntöönpanon pitää olla

syrijmätöntä ja objektiivista. -Suhtautumisen seurantaan, täytäntöönpanoon ja kuriin täytyy myös olla tasavertaista, jotta voidaan varmistaa yhtäläinen riskien karttaminen ja rangaistusten ankaruus.

Pörssien välisestä kilpailusta Euroopan markkinajärjestelmän läpinäkyvälle, tehokkaalle ja järjestelmälliselle toiminnalle aiheutuvat seuraamukset ja niiden hallitseminen ovat suuri haaste sääntelylle ja valvonnalle. Erityisesti on tarkasteltava kahta seikkaa. Ensinnäkin arvopaperimarkkinoiden tiiviimpi yhdentyminen lisää mahdollisuutta, että sääntelyn tai valvonnan erot vaikuttavat pörssien väliseen kilpailuun kaupankäyntimääristä. Kun kaupankäynti on herkkää sääntelyn yleiskuluille, on olemassa riski, että EU:n arvopaperimarkkinoiden läpinäkyvyys ja tehokkuus kärsivät järjestelmien välisessä kilpailussa. Toiseksi EU:n sääntelyä koskevia lähestymistapoja on arvioitava uudelleen välitysvaikutusten voimistumisen valossa. Joidenkin säänneltyjen markkinoiden kehitys saattaa hyvin vaikuttaa välittömästi ja mahdollisesti merkittävästi muiden jäsenvaltioiden kaupankäyntiympäristöön. Markkinoiden eheyttä, luottamusta ja vakautta ylläpitäviä toimia ei voida enää suunnitella tai panna täytäntöön eristyksissä.

EU:ssa tarvitaan nyt yhteistä sääntelynäkemystä. Vaakalaudalla olevat edut eivät rajoitu ainoastaan jäsenvaltioihin, joissa pörssit sulautuvat, vaan ne koskevat suoraan sijoituspalveluyrityksiä, sijoittajia, lainojen liikkeeseenlaskijoita ja infrastruktuurin tarjoajia koko EU:ssa. Ei voida sallia, että sääntely- tai valvontajärjestelmät, jotka koskevat suurta osaa Euroopan arvopaperikaupasta, kehittyisivät vain *ad hoc* -pohjalta ratkaisuksi tietyn sulautuman tai yhteenliittymän aiheuttamiin teknisiin haasteisiin. Vaarana on, että sääntely- ja valvontakäytäntöjen erilaisuus jatkuu Euroopassa, jos jokaisen suurimittaisen sulautuman tai yhteenliittymän yhteydessä syntyy erilaisia sääntely- ja valvontaratkaisuja.

Säänneltyjä markkinoita koskevia sijoituspalveludirektiivin säännöksiä olisi vahvistettava, jotta saataisiin yhteiset periaatteet järjestelmälliselle kaupankäynnille, julkistamiselle ja läpinäkyvyydelle, markkinoiden luotettavuudelle ja seurannalle ja direktiivin noudattamisen valvonnalle. Korkeatasoisten periaatteiden sisällyttäminen EU:n lainsäädäntöön voi tasoittaa pörssien rakennemuutoksia seuraavin keinoin:

- rajoittamalla oikeusvarmuuden puutetta siitä, mitä lainsäädäntöä sovelletaan sellaisiin säänneltyihin markkinoihin, jotka ovat olemassa, aktiiviset tai joutuvat mahdollisesti tarkasteluun eri jäsenvaltioissa
- antamalla oikeusvaikutuksen velvoitteille, joilla edellytetään markkinavalvojien välistä yhteistyötä. Tällöin on määriteltävä käytännön järjestelyt, joilla helpotetaan hallintoviranomaisten ja kaupallisten itsesääntelevien organisaatioiden välistä yhteistyötä
- perustamalla mekanismeihin ja säännöksiin, joita sovelletaan tehokkaasti muussa EU:n rahoituspalveluita koskevassa lainsäädännössä. Tässä voitaisiin kiinnittää huomiota vakavaraisuusvaatimuksiin (huolehtia siitä, että säänneltyillä markkinoilla on kapasiteettia ylläpitää järjestelmiä), suuria riskikeskittymiä koskeviin vaatimuksiin, johdon sopivuutta

koskeviin testeihin ja määräsuuksien hankkimista koskeviin mekanismeihin (joilla voidaan valvoa yrityksen omistajaohjausrakenteissa mahdollisesti syntyviä eturistiriitoja)

- parantamalla markkinatoimijoiden ja -valvojien läpinäkyvyyttä tasapuolisen ja järjestelmällisen kaupankäynnin, toimintaolosuhteiden ja omistusrakenteiden osalta.

Kansalliset arvopaperimarkkinoiden valvojat ovat FESCON puitteissa laatineet yleiset säänneltyjen markkinoiden standardit. Ne tarjoavat hyvän viitekohdan edellä mainittuja seikkojen jatkopohdinnoille.

Säänneltyjen markkinoiden korkeatasoisten periaatteiden konkretisoimiseen sijoituspalveludirektiivin tarkistamisen yhteydessä liittyy lopuksi vielä arvopaperikaupan kattavuus. Yhtenä vaihtoehtona on keskittyä säänneltyihin markkinoihin, jotka tarjoavat pääsyn julkiseen osakekauppaan, koska reaalityalouden ja piensijoittajan riskit ovat suurimmat tämän tyyppisessä arvopaperikaupassa. Näin ollen juuri tässä tarvitaan eniten läpinäkyvyyttä ja tietojen julkistamista. Toisena vaihtoehtona voitaisiin ajatella kaikkia järjestäytyneitä järjestelmiä, jotka tarjoavat julkista kaupankäyntiä rahoitusinstrumentista riippumatta (ml. hyödykejohtannaiset ja muut instrumentit, joita ei ole mainittu sijoituspalveludirektiivin liitteessä B). Tämä lähestymistapa edellyttäisi korkeatasoisten periaatteiden asteittaista soveltamista, jotta voidaan ottaa huomioon, että eri välineillä käytävästä järjestäytyneestä kaupasta aiheutuu erilaisia sääntelyyn liittyviä kysymyksiä, jotka riippuvat markkinamallista ja siitä, missä määrin kaupankäyntiä hallitsee ammattimaisten toimijoiden välinen toiminta.

- *Nykyiset sijoituspalveludirektiivin säänneltyjä markkinoita koskevat määritelmät ja säännökset ovat riittämättömiä vastaamaan sääntelyyn ja valvontaan liittyviin haasteisiin, jotka aiheutuvat pörssien välisen kilpailun ja yhteistyön tiivistymisestä. Millä alueilla pörssien sääntelyarbitraasi voi vaarantaa arvopaperikaupan järjestelmällisen, tehokkaan ja läpinäkyvän toiminnan?*
- *Pitäisikö markkinoiden korkeatasoiset periaatteet rajoittaa julkiseen arvopaperikauppaan vai ulottaa kaikkiin rahoitusinstrumentteihin, joilla käydään kauppaa järjestäytyneillä markkinoilla? Pitäisikö korkeatasoiset periaatteet räätälöidä niiden sääntely- ja valvontariskien mukaisiksi, jotka liittyvät erityyppisiin markkinoihin tai erityyppiseen kaupankäyntiin? Mitä säännöksiä olisi sovellettava asteittain?*
- *Voidaanko tiettyjä periaatteita sisällyttää EU:n lainsäädäntöön ja kuinka se voitaisiin tehdä, ja mihin sääntelyn tavoitteisiin tulisi keskittyä?*

4.3. Läpinäkyvyys

Tehokkaille markkinoille on tunnusomaista, että ne ovat erittäin läpinäkyvät, mikä on myös sijoittajan etujen paras turva. Sijoituspalveludirektiivin 21 artiklasta huolimatta EU:n säänneltyjen markkinoiden läpinäkyvyydessä on suuria eroja. Kun toimeksiantojen sähköisestä käsittelystä on tullut

osakekaupan vallitseva markkinamalli, säännöksiä, joilla edistetään tehokasta läpinäkyvyyttä sillä markkinalohkolla, jolle siitä on eniten hyötyä. Vaatimukset olisi muotoiltava saavutettavina tuloksina pikemminkin kuin määräämällä yksityiskohtaisia markkinakäytäntöjä.

Erot ovat erityisen huomattavia yhteisösjoitajien kanssa harjoitetun kaupankäynnin läpinäkyvyysvaatimusten osalta. Useissa Euroopan maissa tätä liiketoimintaa harjoitetaan markkinoiden ulkopuolella, mikä saattaa heikentää likviditeettiä ja arvopapereiden hinnanmuodostusta. Tilanteessa, jossa markkinat kilpailevat aggressiivisesti tämän tyyppisestä liiketoiminnasta, saatetaan tarvita yhteisiä ratkaisuja, joiden avulla varmistetaan, että läpinäkymätön blokkikaupankäynti ei heikennä kohtuuttomasti arvopapereiden hinnoittelun laatua piensijoittajien ja muiden sijoittajien kannalta.

Ei saa käydä niin, että kansallisten hallinnollisten rajojen ja valuuttarajojen mukaan pirstaloituneen arvopaperikaupan tilalle tulisi markkinapohjainen ratkaisu, jonka kaupankäyntijärjestelmien väliset tekniset ja sääntely-yhteydet ovat riittämättömiä. Jos on olemassa useita eurooppalaisia kaupankäyntipaikkoja, erillisten hinnanmuodostusjärjestelmien välistä vuorovaikutusta joudutaan ehkä parantamaan. Sääntelyllä ei kuitenkaan pitäisi pyrkiä sanelemaan markkinarakenteita tai -ratkaisuja vaan sillä pitäisi parantaa läpinäkyvyyden ja tehokkaan hintojen välisen vuorovaikutuksen etuja. Ilman sitä yhtenäismarkkinoiden mahdollisuuksia ei pystytä hyödyntämään täysimääräisesti. Lisäksi on pohdittava sitä, että hintaherkkää tietoa ei ehkä saada sijoittajille samaan reaaliaikaan eri kaupankäyntijärjestelmissä¹².

- *Kuinka sijoituspalveludirektiivin läpinäkyvyyttä koskevia säännöksiä olisi uudistettava mahdollisimman hyödyllisellä tavalla? Missä määrin tarvitaan yhteisiä lähestymistapoja varmistamaan, että markkinoiden ulkopuolella käytävä kauppa ei häiritse kohtuuttomasti arvopapereiden tehokasta hinnoittelua kaikkien sijoittajien osalta?*
- *Onko kaupankäynnin pirstaloituminen eri järjestelmiin uhka likvideille ja tehokkaille arvopaperimarkkinoille? Millaisiin käytännön toimiin voitaisiin ryhtyä hintojen tehokkaan keskinäisen vuorovaikutuksen edistämiseksi keskenään kilpailevien säänneltyjen markkinoiden välillä?*

4.4. Selvitys ja toimitus:

Etäosallistuminen: Sijoituspalveludirektiivin 15 artiklan 1 kohdassa käsitellään epäsuorasti selvitys- ja toimitustoimia. Kohdassa edellytetään, että säännellyille markkinoille pääsyyn liittyy jäsenyys selvitys- ja toimitusjärjestelmissä. Eräissä jäsenvaltioissa etäjäsenet on veloitettu käyttämään ko. jäsenvaltioon sijoittautuneita välittäjiä selvityksessä ja toimituksessa. Tämä epäsuora jäsenyys monimutkaistaa tilannetta, lisää

¹²

Yhdysvaltalainen ennakkotapaus (70-luvulta) osoittaa, kuinka tehokkaita markkinoiden väliset hintojen läpinäkyvyyttä edistävät mekanismit voivat olla likviditeetin keräämisessä.

kustannuksia ja haittaa transaktioiden nopeaa ja tehokasta toteuttamista. Selvityksen lopullisuutta koskevalla direktiivillä poistettiin yksi epävarmuustekijä, koska sen avulla poistettiin toisessa jäsenvaltiossa sijaitsevan osapuolen maksukyvyttömyydestä aiheutuvat vaikeudet. Vaikeuksia on kuitenkin jäljellä. Yhtenä esimerkkinä mainittakoon rahapoliittisten viranomaisten vastahakoisuus tarjota toisen jäsenvaltion sijoituspalveluyrityksille mahdollisuus selvittää transaktiot keskuspankkirahalla. Tämä pakottaa paikallisten säänneltyjen markkinoiden etäjäsenet turvautumaan kirjeenvaihtajapankkeihin arvopaperikaupan käteisvaiheen lopullisessa selvityksessä (laillisella maksuvälineellä). Ellei näitä kysymyksiä pystytä ratkaisemaan, selvitys- ja toimitusjärjestelmien etäjäsenyys jää ratkaisevasti heikkoon asemaan.

Toimitus: Vaikka kansallisten ja kansainvälisten arvopaperikeskusten välinen raja on hämärtynyt, arvopaperikauppojen rajatylittävään toimitukseen sisältyy runsaasti teknisiä ja oikeudellisia vaikeuksia. Euroopan keskuspankkijärjestelmässä pyritään juuri ratkaisemaan arvopaperien selvitysjärjestelmien tehokkaiden yhteyksien teknisiä esteitä kansainvälisillä foorumeilla tehdyn standardisointityön pohjalta¹³. Jotta järjestelmät toimisivat parhaalla mahdollisella tavalla, jäljellä olevat rajatylittäviin siirtoihin ja omistusoikeuden viimeistelyyn liittyvät oikeudelliset esteet olisi poistettava¹⁴.

Selvitys: Monenvälinen nettoutus ja keskeinen vastapuoli ovat nyt jo vakiintuneet johdannaisten ja kiinteätuottoisten arvopapereiden kaupassa ja niistä on tulossa yhä keskeisempiä yleisessä osakekaupassa. Tämä kehitys tukee tehokasta kaupankäyntiä, mutta samalla se merkitsee myös järjestelmäriskin keskittymistä keskusosapuolten tileihin. Tätä vaikeuttaa maantieteellinen yhdistyminen, joka saattaa johtaa siihen, että jotkut kaupankäyntijärjestelmät ovat riippuvaisia muissa jäsenvaltioissa suoritettavista selvitystoimista.

Kaikkia toimiluvan saaneita selvitysyhteisöjä valvotaan jatkuvasti ja niiden käytössä on laajat riskienhallintamenetelmät.¹⁵ Näiden standardien määritelmä, valvonta ja täytäntöönpano tapahtuu pääasiassa kansallisella tasolla. Nyt saattaisi olla paikallaan tarkastella niitä EU:n tasolla. Tarkastelussa voitaisiin keskittyä selvityksen sääntelyn ja valvonnan keskeisiin periaatteisiin ja osatekijöihin sekä mekanismeihin, joilla voidaan varmistaa, että asianomaisten valvontaviranomaisten välinen yhteistyö ja tiedonvälitys on tehokasta.

¹³ G-10/IOSCO:n (International Organisation of Securities Commissions) yhteinen erityisryhmä, jonka tavoitteena on määritellä arvopapereiden selvitystoimien periaatteet (mallina on käytetty Lamfalussy'n standardeja järjestelmän kannalta tärkeitä maksujärjestelmistä).

¹⁴ Nämä ongelmat ovat erityisen tärkeitä haltija-arvopapereiden osalta.

¹⁵ Järjestelyihin kuuluvat positioiden säännöllinen markkina-arvoon arvostaminen, tappioiden kirjaaminen, alkuvakuutta ja päivänsisäistä vakuutta koskevan vaatimuksen käyttö, rahan toimituksen standardit, jäsenyysvaatimukset ja vakavaraisuussäännökset. Näitä valvotaan tiiviisti.

Sijoituspalveludirektiivin muuttamisen rinnalla tämän yhteisen pohdinnan tavoitteena pitäisi olla selkeän yhteisymmärryksen saavuttaminen niistä selvitysyhteisöjen valvontajärjestelyistä, joita tarvitaan arvopaperikaupan yhdyntyneen järjestelmän vakauden säilyttämiseksi.

- *Vastaajia pyydetään kommentoimaan käytännön ratkaisuja, jotka liittyvät toisen maan selvitysjärjestelmään pääsyyn ja rajatylittävän arvopaperikaupan oikeudellisten ja hallinnollisten esteiden luonteeseen.*
- *Mihin asioihin arvopaperimarkkinavalvojien olisi kiinnitettävä huomiota pohtiessaan mahdollisia selvitysvastapuolen ja keskittyneen palveluntarjoajan toimien vahvistamiseen liittyviä rajatylittäviä seurauksia? Millaiset turvatoimet olisivat tehokkaimpia sellaisten riskien hallinnassa?*

5. TULEVAT TEHTÄVÄT:

Rahoituspalveluiden toimintasuunnitelmaan sisältyvä sijoituspalveludirektiivin perusteellinen tarkistus on keskeinen osa Euroopan lainsäädäntö- ja valvontapuitteiden uudistusta, jolla pyritään vastaamaan uuden arvopaperimarkkinaympäristön luomiin haasteisiin. Sijoituspalveludirektiiviä uudistamalla voidaan edistää likviditeetin, tehokkuuden ja vakauden lisääntymistä Euroopassa. Jos toimiin ei ryhdytä, vaarana on, ettei saavuteta tehokkaiden arvopaperimarkkinoiden - joille on ominaista läpinäkyvyys ja luotettavuus - mukanaan tuomia koko talousjärjestelmän kannalta myönteisiä ulkoisvaikutuksia ja yleisiä etuja.

Koska sijoituspalveludirektiivin elinaikana on useista sen säännöksistä kehkeytynyt lukuisia sen tulkintaa ja täytäntöönpanoa koskevia kysymyksiä, komissio katsoo, että direktiivi tulisi uudistaa perusteellisesti, jotta se voisi tarjota toiminnallisen toimiluvan sijoituspalveluyrityksille. Se on ainoa tapa, jolla saadaan aikaan tarvittava oikeusvarmuus ja selkeä lainsäädäntö.

- *Jos vastaajat katsovat, että säänneltyjä markkinoita koskevien EU:n korkeatasoisten periaatteiden laatiminen olisi hyödyllistä, vastaajia pyydetään ilmoittamaan, pitäisikö ne sisällyttää yhtenäiseen, laajennettuun sijoituspalveludirektiivin vai pitäisikö säänneltyjä markkinoita koskevat korkeatasoiset periaatteet erottaa erilliseksi EU:n säädökseksi. Kuinka kiireellisenä korkeatasoisten periaatteiden hyväksymistä olisi pidettävä?*

5.1. Uudistetun sijoituspalveludirektiivin muoto

Rahoitusmarkkinoiden muutosvauhti ja yksityiskohtaisten täytäntöönpanosäännösten kodifiointiin liittyvät vaarat puhuvat kiistatta sellaisen sijoituspalveludirektiivin puolesta, jossa rajoitetaan ilmaisemaan keskeiset periaatteet. Näiden periaatteiden pitäisi heijastaa selkeitä perusperiaatteita, jotka pohjautuvat perustamissopimuksessa määrättyihin vapauksiin, ja niiden tulkinnan pitäisi olla yksiselitteistä.

Sellainen sijoituspalveludirektiivi, jossa rajoitetaan ilmaisemaan korkeatasoiset periaatteet, ei saa johtaa monenlaisiin kansallisiin tulkintoihin ja täytäntöönpanosäännöksiin. Sijoituspalveludirektiivin määritelmistä ja säännöksistä tarvitaan jatkuvasti päivitettyä opastusta, jotta voidaan varmistaa, että direktiivi tarjoaa ensiluokkaisen sijoittajan suojan ja tehokkaan pääsyn markkinoille. Tässä tarvitaan johdonmukaista ja järjestelmällistä lähestymistapaa (1) käsitteiden ajantasaisten tulkintojen muotoiluun, (2). kansallisten viranomaisien välisen jatkuvan reaaliaikaisen yhteistyön vaalimiseen ja (3). yhteisten täytäntöönpano- ja toimeenpanostandardien varmistamiseen etulinjassa olevien valvontaviranomaisien tasolla. Tarvitaan myös kanavia, joilla valvontaviranomaiset ja täytäntöönpaneavat tahot kiinnittävät lainsäätäjän huomion sääntelytoimiin liittyviin huomattaviin ongelmiin ja ratkaisujen kehittämiseen.

Näitä kysymyksiä pohditaan juuri arvopaperimarkkinoita käsittelevässä viisaiden ryhmässä, jonka on määrä antaa loppuraporttinsa vuoden 2001 alkupuolella. Ryhmän päätelmät tarjoavat toivottavasti mallin sellaiselle EU:n lainsäädännölle, jossa yhdistyvät selkeä lainsäädäntö ja oikeusvarmuus ja kyky vastata markkinoiden kehitykseen ja tasapuolinen ja vahva täytäntöönpano.

5.2. Sijoituspalveludirektiivin tarkistamisen johtavat periaatteet

Markkinaolojen nykyinen häilyvyys hankaloittaa aivan ilmeisesti EU:n lainsäädäntöaloitteiden valmistelua. Tällä hetkellä etusijalla olevat asiat eivät ehkä olekaan tärkeitä, kun markkinoiden ratkaisut ovat vakautuneet. Toisaalta tarvitaan muutoksia, joilla voidaan käyttää hyväksi tehostava kehitys, joka saattaisi muutoin tukahtua tai viivästyä huomattavasti. Lisäksi jos kollektiivista sääntely- tai valvontajärjestelmää ei ole, muutaman EU:n jäsenvaltion markkinakehitys saattaa sanella markkinamallien ja sääntelynormien muodon tulevina vuosina. Jos nyt ei ryhdytä toimiin, EU:n poliittiset päätöksentekijät ja markkinatoimijat saattavat joutua sellaisen ratkaisun eteen, joka ei ole paras mahdollinen yhteisestä eikä pitemmän aikavälin näkökulmasta.

Seuraavien johtavien periaatteiden avulla voidaan varmistaa, että sijoituspalveludirektiivi vastaa onnistuneesti arvopaperikaupan uuden kaupankäyntiympäristön haasteisiin:

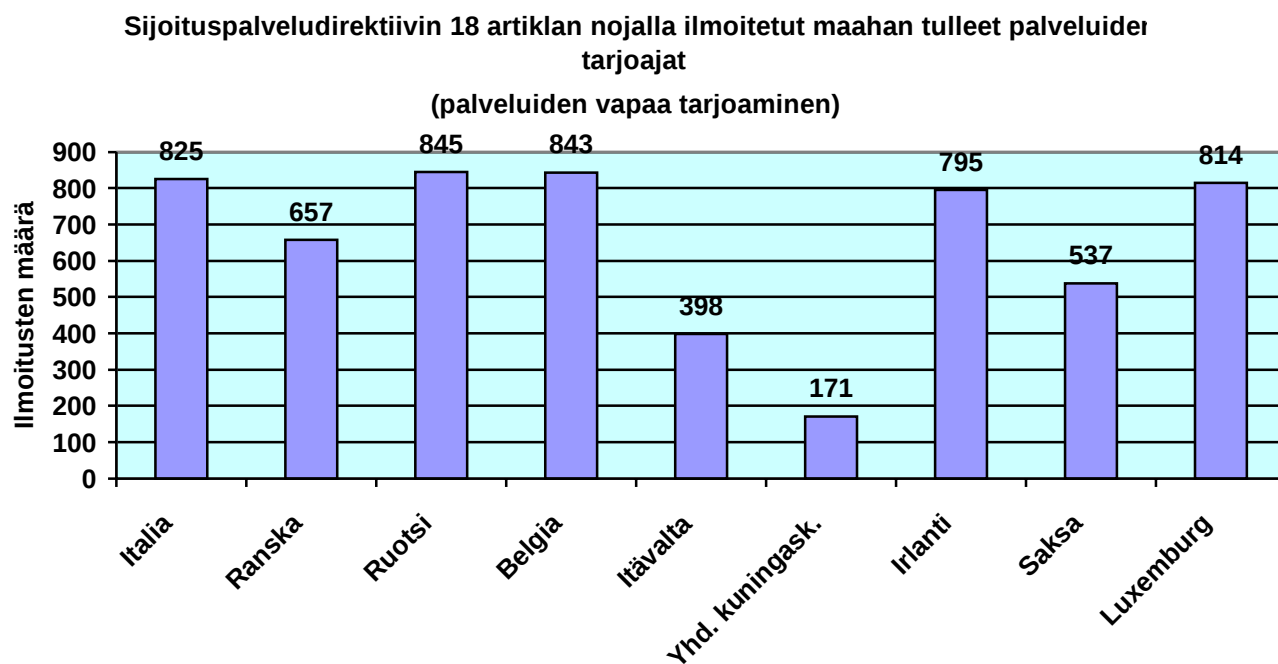
- *Tarkistetun sijoituspalveludirektiivin pitää tukea tehokasta toimilupaa, tehokasta kilpailua arvopapereiden kauppapaikkojen välillä, joka takaa pääsyn kaupankäynnin keskeisiin infrastruktuureihin tasavertaisella ja syrjimättömällä perusteella.* Tämän vapaata pääsyä koskevan ehdon tukeminen ja valvominen on ratkaisevan tärkeää kaupankäynnin arkkitehtuurin kestävästä kilpailukykyyn varmistamiseksi.
- *Perustamissopimuksen vapauksien edistäminen ei saa tapahtua sijoittajansuojan eikä markkinoiden luotettavuuden ja vakauden kustannuksella.* Tämä edellyttää keskeisten sääntelyn turvatoimien hyvin harkittua yhdenmukaistamista – erityisesti piensijoittajien suojan vuoksi.

Välittäjien sääntely ja valvonta on sijoittajan suojan ja markkinoiden luotettavuuden kantavia voimia.

- *Syvien ja likvidien arvopaperimarkkinoiden edut on saatettava kaikkien arvopapereiden liikkeeseenlaskijoiden ulottuville niiden koosta riippumatta.* Tätä tavoitetta edistetään parhaiten edistämällä syvien ja likvidien markkinoiden syntymistä, joille päästään selkeiden ja ajantasaisten sääntöjen ja selkeytettyjen menettelyjen avulla. Pienten liikkeeseenlaskijoiden tiedonantovelvollisuuden sisällön supistaminen voisi vaikuttaa vastoin tarkoitettuja tavoitteita.
- *Euroopan rahoitusmarkkinapaikkojen kilpailukykyä on parannettava.* Voimakkaat ja kilpailukykyiset arvopaperimarkkinat, joille on ominaista tehokas kaupankäynti ja selvitys, voivat houkutella kansainvälisiä pääomavirtoja merkittäväällä tavalla.
- *Euroopan markkinoiden pitää olla hyvin valmistautuneet hyötyäkseen arvopaperimarkkinoiden tulevasta globalisaatiosta.* Maailmanlaajuinen ympärivuorokautinen kaupankäynti on pian mahdollista. Eurooppalaisella sääntely- ja valvontakehikolla pitää varmistaa, että Euroopan markkinat ja yritykset saavat kaiken hyödyn tästä kehityksestä ja pääsevät EU:n ulkopuolisten maiden markkinoille esteettä - tämä on Maailman kauppajärjestön seuraavan kauppaneuvottelukierroksen keskeinen teema.
- *Sääntelystä aiheutuvia vääristymiä tietyn liiketoimintamallin tai markkinarakenteen suuntaan on vältettävä.* Tiettyjä liiketoimintamalleja tai markkinarakenteita tahattomasti suosivat säännöt voivat tukahduttaa innovaatioita ja vahingoittaa EU:n markkinoiden kilpailukykyä. Säännöt on myös suunniteltava niin ja niitä on sovellettava siten, että ne ovat neutraaleja markkinamallin tai teknologian suhteen. Osakekaupan sääntely- ja valvontajärjestelmät eivät myöskään välttämättä ole tarkoituksenmukaisia muiden instrumenttien kuten johdannaisten ja kiinteätuottoisten arvopapereiden järjestäytyneelle kaupankäynnille. Sääntelysäännöksiä suunnittelussa ja soveltamisessa saattaa olla perusteltua käyttää kevyttä eriytettyä lähestymistapaa ammattimaisten sijoittajien välisten markkinoiden osalta. Näiden erilaisten tarpeiden vuoksi sijoituspalveludirektiivin säännöksissä pitää olla toiminnallinen lähestymistapa riskien sääntelyyn sen sijaan että laadittaisiin olemassa olevaa institutionaalista ympäristöä heijastavia säännöksiä.

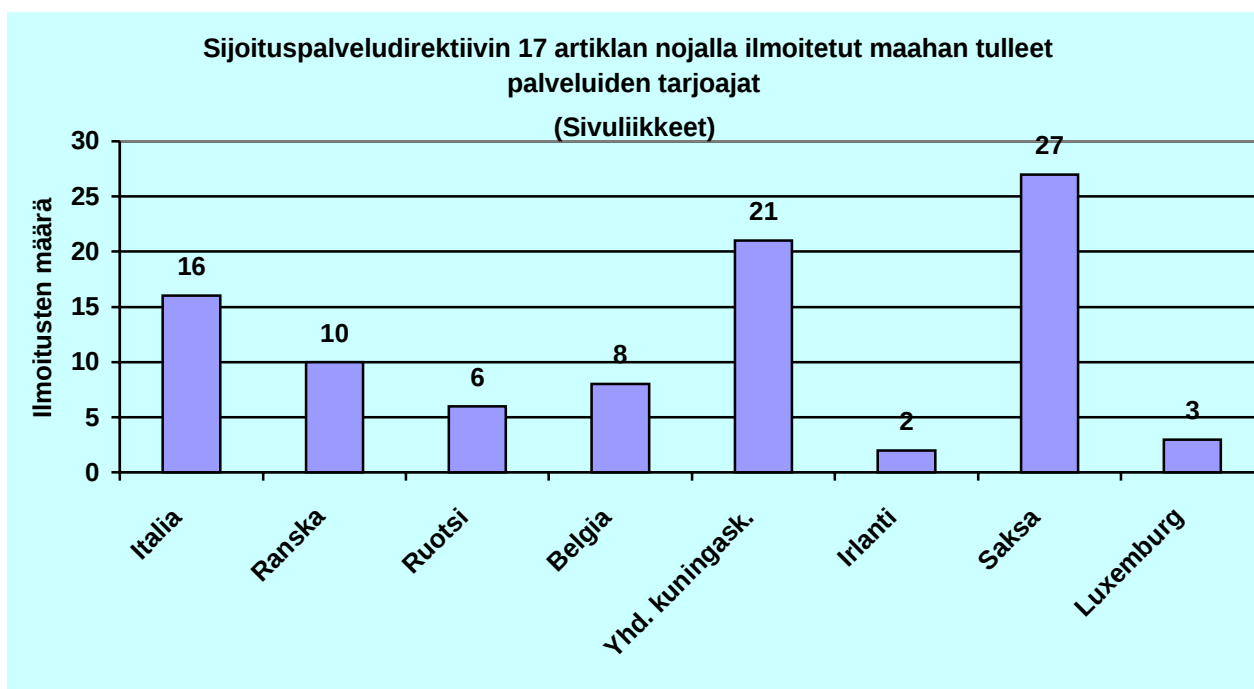
Tämän mietinnön laajuudesta, siinä esitetyistä seikoista ja analyysistä ja komission valmisteluasiakirjan liitteenä olevista sijoituspalveludirektiivin yksittäisiä säännöksiä koskevista huomioista pyydetään kommentteja.

Kuvio 1a:



Lähde: Kansalliset arvopaperimarkkinoiden valvontaviranomaiset. Tilanne syyskuussa 2000.

Kuvio 1b:



Tehokas yksi toimilupa sijoituspalveluyrityksille:

- Sijoituspalveluyritysten yhden toimiluvan tehokas toiminta edellyttää 2 artiklan 2 ja 4 kohdan mukaisten poikkeusten tarkistamista ja arviota siitä, voitaisiinko jotkut liitännäispalvelut muuttaa ydinpalveluiksi*
- Tarkistetusta sijoituspalveludirektiivistä on käytävä selvästi ilmi, kuinka yksittäisten säännösten pohjalta laaditaan eri ydinpalveluja koskevat säännökset, jotta rajatylittävää palvelujen tarjoamista haittaavat kansallisten valvontajärjestelmien ilmeiset poikkeavuudet voidaan välttää. Vastaajia pyydetään nimeämään direktiivin ne säännökset, joita voidaan soveltaa eri tavoin, sekä ehdottamaan tapoja, joilla säännökset mukautetaan eri ydinpalveluja varten.*
- Kotivaltion suorittaman valvonnan edellytyksenä ei pitä olla palvelujen tarjoaminen ammattimaisesti toimiville vastapuolille. Onko menettelytapasääntöjen lisäksi muita sijoituspalveludirektiivin säännöksiä, joissa voitaisiin selvästi erotella ammattimaiset ja piensijoittajat?*
- Vastaajia pyydetään tekemään huomautuksia sääntelyyn ja valvontaan liittyvistä kysymyksistä, jotka edellyttävät vastaanottavan valtion osallistumista siirtymäkauden ajan. Mitä reunaehtoja tarvitaan luovuttaessa vähitellen vastaanottavan jäsenvaltion jäljellä olevista velvollisuuksista?*

Uudet palveluntarjonnan muodot:

- Mitkä 10 ja 11 artiklaan sisältyvät periaatteet ja vaatimukset ovat tärkeimpiä säänneltäessä vaihtoehtoisten kaupankäyntijärjestelmien (Alternative Trading System, ATS) tarjoamia markkinoiden infrastruktuuriin liittyviä palveluja? Ovatko jotkin muut sijoituspalveluyrityksiin perustuvan järjestelmän osat mahdollisesti tärkeitä?*
- Kun tarkastellaan vaihtoehtoisten kaupankäyntijärjestelmien sääntelyn toimivuutta, mitkä säänneltyjen markkinoiden sääntelypuitteiden osat (esim. raportointi, avoimuus, seuranta/täytäntöönpano) ovat tärkeimpiä eri tyyppisten vaihtoehtoisten kaupankäyntijärjestelmien kannalta?*

Säänneltyjen markkinoiden välinen tehokas kilpailu:

- Säänneltyjä markkinoita koskevia vaatimuksia on selkeytettävä listautumisehtojen noudattamisen ja kaupankäyntiin pääsyn kriteereiden osalta. Tämä edellyttää myös direktiivin 79/279 saattamista samalla ajan tasalle. Millä edellytyksillä tällainen lähestymistapa voidaan toteuttaa onnistuneesti säilyttämällä tiedonantovelvollisuus ja turvaamalla arvopaperikaupan laatu?*
- Direktiivin 14 artiklan 3 kohdan keskittymäsääntöä ja 15 artiklan 5 kohdassa säädettyä oikeutta kieltää markkinoiden perustaminen on tarkistettava säänneltyjen markkinoiden rajatylittävään toimintaan kohdistuvien suhteettomien tai tarpeettomien rajoitteiden vähentämiseksi.*

Säänneltyjen markkinoiden korkeatasoiset periaatteet:

- Nykyiset sijoituspalveludirektiivin säänneltyjä markkinoita koskevat määritelmät ja säännökset ovat riittämättömiä vastaamaan sääntelyyn ja valvontaan liittyviin haasteisiin, jotka aiheutuvat pörssien välisen kilpailun ja yhteistyön tiivistymisestä. Millä alueilla pörssien sääntelyarbitraasi voi vaarantaa arvopaperikaupan järjestelmällisen, tehokkaan ja läpinäkyvän toiminnan?
- Pitäisikö markkinoiden korkeatasoiset periaatteet rajoittaa julkiseen arvopaperikauppaan vai ulottaa kaikkiin rahoitusinstrumentteihin, joilla käydään kauppaa järjestäytyneillä markkinoilla? Pitäisikö korkeatasoiset periaatteet räätälöidä niiden sääntely- ja valvontariskien mukaisiksi, jotka liittyvät erityyppisiin markkinoihin tai erityyppiseen kaupankäyntiin? Mitä säännöksiä olisi sovellettava asteittain?
- Voidaanko tiettyjä periaatteita sisällyttää EU:n lainsäädäntöön ja kuinka se voitaisiin tehdä, ja mihin sääntelyn tavoitteisiin tulisi keskittyä?
- Jos vastaajat katsovat, että säänneltyjä markkinoita koskevien EU:n korkeatasoisten periaatteiden laatiminen olisi hyödyllistä, vastaajia pyydetään ilmoittamaan, pitäisikö ne sisällyttää yhtenäiseen, laajennettuun sijoituspalveludirektiivin vai pitäisikö säänneltyjä markkinoita koskevat korkeatasoiset periaatteet erottaa erilliseksi EU:n säädökseksi? Kuinka kiireellisenä korkeatasoisten periaatteiden hyväksymistä olisi pidettävä?

Läpinäkyvyyden edistäminen:

- Kuinka sijoituspalveludirektiivin läpinäkyvyyttä koskevia säännöksiä olisi uudistettava mahdollisimman hyödyllisellä tavalla? Missä määrin tarvitaan yhteisiä lähestymistapoja varmistamaan, että markkinoiden ulkopuolella käytävä kauppa ei häiritse kohtuuttomasti arvopapereiden tehokasta hinnoittelua kaikkien sijoittajien osalta?
- Onko kaupankäynnin pirstaloituminen eri järjestelmiin uhka likvideille ja tehokkaille arvopaperimarkkinoille? Millaisiin käytännön toimiin voitaisiin ryhtyä hintojen tehokkaan keskinäisen vuorovaikutuksen edistämiseksi keskenään kilpailevien säänneltyjen markkinoiden välillä?

Selvitys ja toimitus:

- Vastaajia pyydetään kommentoimaan käytännön ratkaisuja, jotka liittyvät toisen maan selvitysjärjestelmään pääsyyn ja rajatylittävän arvopaperikaupan oikeudellisten ja hallinnollisten esteiden luonteeseen.
- Mihin asioihin arvopaperimarkkinavalvojien olisi kiinnitettävä huomiota pohtiessaan mahdollisia selvitysvastapuolen ja keskittyneen palveluntarjoajan toimien vahvistamiseen liittyviä rajatylittäviä seurauksia? Millaiset turvatoimet olisivat tehokkaimpia sellaisten riskien hallinnassa?

SISÄLLYSLUETTELO

-Tiivistelmä-	2
1. Johdanto.....	5
1.1. Lissabonin Eurooppa-neuvoston päätelmien täytäntöönpano	5
1.2. EU:n rahoitusmarkkinoiden rakenteelliset muutokset	6
2. Sijoituspalveludirektiivin arviointi.....	7
2.1. Rakenne ja sisältö.....	7
2.2. Sijoituspalveludirektiivin tehokkaan soveltamisen rakenteelliset rajoitukset	9
3. Täysin käyttökelpoinen yksi toimilupa	10
3.1. Toimilupaan liittyvien oikeuksien selventäminen ja laajentaminen	10
3.2. Sijoittajansuoja ja valvonnan päällekkäisyyden ongelmat	11
3.3. Uudet toimijat –Vaihtoehtoiset kaupankäyntijärjestelmät (<i>Alternative Trading System</i>)	13
4. Säännelty markkinat ja kaupankäynnin infrastruktuuri.....	14
4.1. Yksi toimilupa säännellyille markkinoille.....	15
4.2. Korkeatasoiset periaatteet säännellyille markkinoille	17
4.3. Läpinäkyvyys	19
4.4. Selvitys ja toimitus:	20
5. Tulevat tehtävät:.....	22
5.1. Uudistetun sijoituspalveludirektiivin muoto	22
5.2. Sijoituspalveludirektiivin tarkistamisen johtavat periaatteet.....	23