

**Euroopa Majandus- ja Sotsiaalkomitee Arvamus teemal „Finantsintegratsioon — Euroopa börsid”  
(omaalgatuslik arvamus)**

(2008/C 162/25)

16. jaanuaril 2007 otsustas Euroopa Majandus- ja Sotsiaalkomitee vastavalt kodukorra artikli 29 lõikele 2 koostada omaalgatusliku arvamuse teemal:

„Finantsintegratsioon — Euroopa börsid”

Asjaomase töö ettevalmistamise eest vastutava majandus- ja rahaliidu ning majandusliku ja sotsiaalse ühtekuuluvuse sektsiooni arvamus võeti vastu 24. jaanuaril 2007. Raportöör oli Jochen LEHNHOFF.

Euroopa Majandus- ja Sotsiaalkomitee võttis täiskogu 442. istungjärgul 13.–14. veebruaril 2008 (13. veebruari istungil) vastu järgmise arvamuse. Poolt hääletas 103, vastu hääletas 4, erapooletuks jäi 9.

### 1. Järeldused ja soovitused

1.1 Euroopa Majandus- ja Sotsiaalkomitee soovib Euroopa institutsioonidel teha ELi kodanike seas veelgi aktiivsemat selgitustööd selle kohta, milliseid eeliseid pakub neile väärtpaberitehingute ühtlustatud õigusraamistik. Nii saab muuta ikka veel laialdaselt levinud tendentsi, et investeringud piirduvad vaid kodumaise turuga (*home bias*).

1.2 Komitee soovib komisjonil finantsteenuste poliitika valges raamatus <sup>(1)</sup> kavandatud finantsteenuste tegevuskava järeldamise raames pöörata erilist tähelepanu sellele, kas arvukad muudatused börse ja börsiväliseid kauplemiskohti käsitleva Euroopa õiguse põhialustes aitavad kaasa Euroopa börside asjakohasele integratsioonile ja hõlbustavad piiriüleseid varade paigutusi.

1.3 See puudutab eelkõige finantsinstrumentide turge käsitleva direktiivi <sup>(2)</sup>, prospekti direktiivi <sup>(3)</sup> ja läbipaistvuse direktiivi <sup>(4)</sup> kui finantsteenuste tegevuskava osade mõju ning samuti praegusi püüdlusi lihtsustada finantsinstrumentidega tehtavate tehingute piiriülest arveldamist (siinkohal eelkõige infrastruktuuri haldajate võetud vabatahtlike kohustuste täitmist vastavalt kliiringu- ja arveldusvaldkonna käitumisjuhisele ning Euroopa Keskpanga jõupingutusi ühtse Euroopa arveldusplatvormi loomiseks („Target2/Securities”).

<sup>(1)</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/policy/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/policy/index_en.htm)

<sup>(2)</sup> Euroopa Parlamendi ja nõukogu 21. aprilli 2004. aasta direktiiv 2004/39/EÜ finantsinstrumentide turgude kohta, millega muudetakse nõukogu direktiive 85/611/EMÜ ja 93/6/EMÜ ning Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2000/12/EÜ ja tunnistatakse kehtetuks nõukogu direktiiv 93/22/EMÜ, ELT L 145, 30.4.2004, lk 1–44.

<sup>(3)</sup> Euroopa Parlamendi ja nõukogu 4. novembri 2003. aasta direktiiv 2003/71/EÜ väärtpaberite üldsusele pakkumisel või kauplemisele lubamisel avaldatava prospekti ja direktiivi 2001/34/EÜ muutmise kohta, ELT L 345, 31.12.2003, lk 64–89.

<sup>(4)</sup> Euroopa Parlamendi ja nõukogu 15. detsembri 2004. aasta direktiiv 2004/109/EÜ läbipaistvuse nõuete ühtlustamise kohta teabele, mis kuulub avaldamisele emitentide kohta, kelle väärtpaberid on lubatud reguleeritud turul kauplemisele, ning millega muudetakse direktiivi 2001/34/EÜ

1.4 Komitee arvates tuleks kõnealune hindamine ära oodata, enne kui tehakse täiendavaid samme integratsiooni edendamiseks. Kui komitee peab vajalikuks, siis esitab ta ettepanekud börsiturgude integratsiooni edendamiseks.

1.5 2005. aasta tööstuspoliitika teatises <sup>(5)</sup> nähakse ette seitse sektoritevahelist meetet, mille abil viia ellu sektorspetsiifilised algatused. Komitee on arvamusel, et sektoritevaheliste meetmete hulka tuleks lisada ka tõhusad ning Euroopa ettevõtetele, eelkõige väikese ja keskmise suurusega ettevõtete jaoks sobivate kuludega juurdepääsetavad finantsturud. Finantsinstrumentide turge käsitleva direktiivi eesmärk on parandada nimetatud turgude toimimist. Arvestades finantsturgudega seotud mõjusid on siiski tingimata vaja ulatuslikumat arutelu selle üle, milline roll antakse neile finantsturgudele Euroopa konkurentsivõime tugevdamisel. Komitee väljendab kahetsust selle üle, et tööstuspoliitika vahekokkuvõtte <sup>(6)</sup> raames sellist arutelu ei algatatud.

Eriti tuleks tähelepanu pöörata börsidele, kuna turumajanduse jaoks tervikuna on need keskse tähtsusega. Seejuures tuleks jälgida eelkõige suveräänsete emitentide vahendite ning kiirelt areneva majandusega või olulisi loodusvarasid omavate riikide riigivõlakirjade liikumisi, seda eriti juhul, kui nende investeringute osakaal börsidel on erandlikult kõrge, nagu Londoni börsi puhul, kus Dubai ja Katari fondide omanduses on praegu 48 % väärtpaberitest. Üldiselt peaks komisjon tegema koostööd liikmesriikide ja järelevalveasutustega, et parandada kõnealuste fondide läbipaistvust, mõista nende tagamaid ja tagada, et mängus ei oleks poliitilisi motiive. Põhimõtteliselt soovib komitee „komisjonil esitada võimalikult kiiresti õigusakti eelnõu, mille eesmärk on tõhustada institutsiooniliste investorite antavat teavet seoses investeringute ja hääletamist puudutavate poliitikatega” <sup>(7)</sup>.

<sup>(5)</sup> Komisjoni teatis „Ühenduse Lissaboni programmi rakendamine: raampoliitika ELi tootmise tugevdamiseks — süvendada integreeritumata lähenemisviisi tööstuspoliitikale”, KOM(2005) 474 lõplik.

<sup>(6)</sup> KOM(2007) 374, „Tööstuspoliitika vahekokkuvõtte”.

<sup>(7)</sup> ECO/202 „Finantsturgude arenguga kaasnevad majanduslikud ja sotsiaalsed tagajärjed”, CESE 1262/2007 — ELT 2008/C 10/23 ja INT/332 „Ühtse turu läbivaatamine”, CESE 89/2007 — ELT 2007/C 93/06.

## 2. Arvamust toetavad argumendid

### 2.1 Arvamuse eesmärk

2.1.1 Finantsintegratsioon on Euroopa majandus- ja rahaliidu elementaarne osa. Euro kasutuselevõttust alates on Euroopa finantsüsteemi integratsioon saanud oluliseks eesmärgiks. Enamik uuringuid on ühel meelel selles, et integratsioon avaldab Euroopa majandusele selgelt positiivset mõju.

2.1.2 Kuna Euroopa finantsintegratsioon võib kogu majandusele tuua märkimisväärseid eeliseid, nõuab praegune olukord, kus paljudes turusektorites on integratsioon ebapiisav, kõigi osapoolte otsustavat osalemist, et kõnealune protsess lõpuni viia.

2.1.3 Integreeritud, konkurentsivõimeliste ja tõhusate finants-turgude loomine on siseturu ja Lissaboni eesmärkide oluline aspekt, et majanduskasvu ja tööhõive jaoks kaasnevaid eeliseid oleks võimalik täiel määral ära kasutada.

2.1.4 Kõik finantskeskused täidavad olulisi avaliku teenuse ülesandeid. Arvestades nende suurt tähtsust siseriiklikel finants-turgudel, samastatakse börsi sageli riikliku tähtsusega avaliku sektori asutustega. Euroopa börsisektoris domineerivad traditsioonilised, sageli riikliku tasandi osalejad. Vaatamata mõnele börside ühinemisele ja moodustatud liidule on kõnealune turg endiselt killustunud umbes tosina finantskeskuse vahel. Konkreetsest geograafilisest asukohast tulenevaid piiranguid ja konflikte välditakse siiski selle abil, et tehinguid tehakse elektroniliselt.

2.1.5 Finantsintegratsioon on eelkõige turupõhine protsess, kuid nõuab siiski ka turujõudude ja avaliku sektori asutuste tegevuse tõhusat koostööd. ELi riiklikud asutused peavad ka edaspidi otsustavalt integratsiooniprotsessi tugevdama. Eelkõige on selleks vaja riiklike ja Euroopa asutuste vankumatut tahet kehtestada selline õiguslik ja reguleeriv raamistik, mis oleks suunatud siseturu integratsiooni ja finantsstabiilsuse edendamisele.

2.1.6 Euroopa aktsiaturgude tähtsus ettevõtete rahastamisallikana on aja jooksul mõnel juhul märkimisväärselt kasvanud. Hästi arenenud börsiturg võimaldab koguinvesteeringuid suurendada ja kulusid vähendada. Börs võib oluliselt kaasa aidata täiendavate väliste ressursside pakkumisele. Finantssektor on oluline ka seepärast, et see tagab vahendite eraldamise, mis võimaldab teistel majandusharudel edasi areneda.

2.1.7 Finantsturge käsitlevate riiklike eeskirjade suur ebahütlus kujutab endast takistust. Börside ühinemisest kui finantsvaldkonna reguleerimise strateegilisest elemendist ei piisa õiguslaselise ühtlustamise nõuete saavutamiseks.

2.1.8 Väärt-paberiturgude, nagu ka võlakirja- ja aktsiaturgude puhul on äärmiselt oluline jätkata väärt-paberite kliiringu- ja arveldusinfrastruktuuride integratsiooni. Endiselt on palju kliiringu- ja arveldussüsteeme, mis ei ole omavahel piisavalt seotud.

2.1.9 Ajal, mil rahaliit soodustab väärt-paberihalduses reaalselt üleeuroopalist lähenemisviisi, on Euroopa mandriosa aktsiaturud paradoksaalses olukorras, kus tehinguid tehakse elektroniliselt, kuid tehingukulud on endiselt suured. Selline vastuolu tuleneb eelkõige sellest, et piiriüleste tehingute kulud on endiselt liiga kõrged.

### 2.2 Üldised märkused — Euroopa börsid

2.2.1 (Väärt-paberi)börsid võimaldavad kokku viia finantsinstrumentide pakkumise ja nõudluse (börsi turufunktsioon). Investori vaatepunktist võimaldab börs osta ja müüa finantsinstrumente. Ettevõtete seisukohast on börsid oluline eeltingimus oma- või võõrkapitali hankimiseks. Lisaks pankade pakutavale laenufinantseerimisele on börsidel ettevõtete rahastamisel keskne koht. Ilma toimiva börsikauplemiseta oleks uute finantsinstrumentide paigutamine võimalik vaid väga piiratud ulatuses. Tõelise Euroopa börsituru tekkimine võib pakkuda ettevõtetele uusi võimalusi oma tegevuse rahastamiseks väärt-paberite emissiooni kaudu. Samuti ning eelkõige kehtib see ettevõtete puhul nendes riikides, kus börsikauplemine on piiratud liikviidsusega, nii et emissioone on võimalik edukalt läbi viia vaid piirangutega. Lisaks peaks Euroopa börsiturg aitama kaasa sellele, et investorid loobuksid oma kodumaisele turule keskendumisest, mida võib ikka veel täheldada, ja võiksid kasu saada kogu Euroopa majandusruumi majanduskasvust.

2.2.2 Siiski tuleb märkida, et üldiselt paigutavad ettevõtted börsidele vaid väikese osa oma investeeringutest (brutoinvesteeringud põhivarasse). Ka aktsiate netoemissioonid USAs vähenavad ja euroalal ei ole neid üldse. Seda ei saa seletada börsil noteeritud ettevõtete erineva arvuga, kuna see arv on peaaegu muutumatu. Seda saab aga seletada asjaoluga, et ettevõtted ostavad tagasi oma aktsiad, et sel viisil suurendada aktsiatulu, mis on finantsturgude jaoks kõige olulisem näitaja.

2.2.3 Et börsid saaksid oma avalikku ülesannet täita, on vaja kahte asja: esiteks peab toimuma tehingute sõlmimine (kauplemine) ning teiseks finantsinstrumenti ja selle rahalise ekvivalendi vahetus (arveldamine) <sup>(8)</sup>. Kuigi börsitegevuse teevad võimalikuks vaid need kaks elementi koos, on kauplemine ja

<sup>(8)</sup> Sageli kasutatakse terminit „kliiring ja arveldamine” („Clearing and Settlement”).

arveldamine siiski erinevad toimingud, mis toimuvad ka puht-faktiliselt erinevatel tehnilistel platvormidel. Kauplemist korraldavad börsid ise, arveldamine toimub keskse vastaspoole ja nn väärtpaberite keskdepositooriumide kaudu. Viimased toimivad väärtpaberite keskse depositooriumina ja teostavad omandi ülemineku registrikande kaudu <sup>(9)</sup>.

2.2.4 Igas liikmesriigis on vähemalt üks väärtpaberibörs <sup>(10)</sup>. Nendele lisanduvad mitmepoolsed kauplemissüsteemid, mis võimaldavad nagu börsidki ühendada finantsinstrumentide ostuja müügikorraldused, ja kliendi korralduste ühingusisesed täitjad, kes sõlmivad lepingu otse kliendiga. Arveldamine toimub enamasti riiklike väärtpaberite keskdepositooriumide kaudu, kellel on teatud teenuste osas asjaomases riigis monopoolne seisund.

2.2.5 Kauplemiskohtade suurt hulka ei tohi iseenesest pidada Euroopa kapitalituru puuduseks. Otse vastupidi: kauplemiskoh-tade reaalne konkurents peaks turumajanduse reeglite kohaselt vähendama investorite jaoks tehingukulusid. Seetõttu on õige, et finantsinstrumentide turge käsitlevas direktiivis <sup>(11)</sup> on lähene-misviisiks võetud kauplemiskohtade konkurentsi suurenda-mine <sup>(12)</sup>.

2.2.6 Kauplemiskohtade konkurentsi toimimine eeldab aga, et Euroopa börsid üldse saavad realselt konkureerida. Seni takistas konkurentsi paljudes liikmesriikides kehtiv nn *Concentration Rule*, mille kohaselt tuli kõik korraldused teha reguleeritud turgudel, reeglina kohalikul börsil. Finantsinstrumentide turge käsitleva direktiiviga kaotatakse sellise riikliku eeskirja võimalus. Euroopa tasandi konkurentsi võib jätkuvalt takistada börside puhtalt riiklikust ajaloolisest taustast tulenev asjaolu, et iga börs saab pakkuda üksnes piiratud, riiklikku kaubeldavate finantsins-trumentide valikut. Kui näiteks Saksa börsil ei saa kaubelda Prantsuse finantsinstrumentidega, ei ole ka konkurents võimalik.

2.2.7 Vaadeldes finantsinstrumente, millega kaubeldakse suurtel Euroopa börsidel, võib siiski näha, et hoolimata võimalikest õiguslikest tõketest ei ole kauplemiskohtade konkurentstile reaalseid takistusi. Näiteks Saksa börsidel kaubeldakse enam kui 13 000 välismaise finantsinstrumendiga <sup>(13)</sup>. Kuigi puuduvad võrreldavad andmed teiste börside kohta, näitab see selgelt, et eeldused kauplemiskohtade reaalseks konkurentiks on olemas. Finantsteenuste tegevuskava rakendamise tulemusel ei ole võimalikel riiklikel õiguslikel takistustel enam nii suurt tähtsust.

<sup>(9)</sup> Lisaks sellele täidavad nad teisigi väärtpaberite hoidmisest tulenevaid ülesandeid, nt korporatiivsiindmused (*Corporate Actions*).

<sup>(10)</sup> Börside nimekiri on toodud komisjoni reguleeritud turgude loetelus (ELT C 38, 22.2.2007).

<sup>(11)</sup> Direktiiv 2004/39/EÜ (ELT L 145, 30.4.2004, lk 1).

<sup>(12)</sup> Vt finantsinstrumentide turge käsitleva direktiivi 34. põhjendus ja turu läbipaistvuse sätted selle artiklis 27 jj.

<sup>(13)</sup> Allikas: Deutsche Börse Info Operation, Total Turnover Foreign Shares, märts 2007, [www.deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/notescontent/gdb\\_navigation/listing/50\\_Reports\\_and\\_Statistics/60\\_Order\\_Book\\_Statistics/INTEGRATE/statistic?notesDoc=/maincontent/Monatsstatistik+auslaendischer+Aktien&expand=1](http://www.deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/notescontent/gdb_navigation/listing/50_Reports_and_Statistics/60_Order_Book_Statistics/INTEGRATE/statistic?notesDoc=/maincontent/Monatsstatistik+auslaendischer+Aktien&expand=1).

Prospekti direktiiviga tehakse võimalikuks finantsinstrumentide üleeuroopaline müük üheainsa prospekti kaudu. Finantsinstru-mentide turge käsitleva direktiiviga ühtlustatakse mitte ainult investorikaitse nõudeid, vaid ka börside ja börsiväliste kauple-miskohtade tegevuse ja nendel kauplemise eeskirju. Läbipaist-vuse direktiiviga ühtlustatakse kapitaliturge käsitlev teave. Nüüd on Euroopa institutsioonide ülesanne hinnata uute õiguslike raamtingimuste konkreetseid mõjusid ja korrigeerida vääri suun-dumusi. Seejuures on mõõdupuu finantsteenuste tegevuskava eesmärgid, eelkõige finantsturgude piiriülene korraldus.

2.2.8 Tuleks küsida, kas börside konkurents toob kaasa ohte hinnakujundusmehhanismide kvaliteedile (ja seega börside avalike ülesannete) ja kas nende ärahoidmiseks oleks vaja rangelt konsolideerumist edendada. Esmapilgul näib see tõepoolest nii, arvestades likviidsuse jaotumist erinevate kauplemiskohtade vahel. Kauplemiskohtade suur hulk Euroopas ei tähenda siiski tingimata hinnakujunduse puudulikkude kvaliteeti. Kauplemismeh-hanismid, nagu arbitraaz, tagavad selles osas tasakaalu ning lisaks sellele kehtivad kauplemiskohtadele alates 1. novembrist 2007 põhjalikud ühtlustatud kauplemiseelse ja kauplemisjärgse läbipaistvuse nõuded (finantsinstrumentide turge käsitleva direk-tiivi artikkel 27 jj). Nimetatud nõuded peavad tagama hindade võrreldavuse eri kauplemiskohtades ja hoidma sel viisil ära eespool kirjeldatud killustumise. Niivõrd kui seda on võimalik hinnata vahetult pärast finantsinstrumentide turge käsitleva direktiivi rakendamist liikmesriikides, näib selline lähenemisviis toimivat. Näiteks Project Boat (üheksa investeerimispanga konsortsium) avaldab börsiväliste tehingute andmevood ning suured finantsteabeteenuste pakkujad konsolideerivad need börside ja mitmepoolsete kauplemissüsteemide andmetega. Nii tagatakse, et eri kauplemiskohtade hinnad mõjutavad üksteist vastastikku. Seetõttu ei ole likviidsuse tõstmiseks vajalik konsoli-deerumine börsiomanike tasandil.

2.2.9 Nagu rõhutab ka volinik Charlie McCreevy, on otsused ühinemiste või ülevõtmiste poolt või vastu pigem üksnes börsiettevõtjate ettevõtte majanduslikud otsused, mis peaksid seega lähtuma rangelt turu suundumustest. Poliitilisest vaatenur-gast võib oluline olla vaid see, kas ühinemistele või ülevõtmistele on õiguslikke takistusi ja kui on, siis kas neid on võimalik ületada.

2.2.10 Kauplemissüsteemide operaatorite vaheliste ühine-miste või ülevõtmiste osas ei ole rohkem õiguslikke takistusi kui teiste äriühinguõiguse raames toimuvate ühinemiste ja ülevõt-miste osas. Viimase aja näited, nagu kavandatud Itaalia börsi omandamine Londoni börsi poolt ning New Yorgi börsi ja Euro-nexti ühinemine, tõestavad seda, ulatudes isegi väljapoole Euroopa õigusruumi.

2.2.11 Spetsiifilisi õiguslikke probleeme võib aga kaasa tuua ühise üleeuroopalise kauplemisplatvormi loomine. Takistustena

võib nimetada erinevusi börsileaskmise tingimustes ja kauplemistavades, maksualastes eeskirjades ja raamatupidamisarvestuses<sup>(14)</sup>. Põhjalik uurimus — just pärast finantsinstrumentide turge käsitleva direktiivi ja prospekti direktiivi vastuvõtmist — nende takistuste olulisuse kohta on veel koostamata. Siiski on kaheldav, kas need takistused on tõesti nii suured, et praktikas ei ole võimalik neid ületada. Sellest annavad tunnistust Amsterdam, Brüsseli, Pariisi ja Lissaboni börsi kauplemissüsteemide edukas integratsioon Euronexti all ning Balti riikide ja Põhja-maade börside ühinemine OMX Nordicuks. Lisaks sellele võib juba väga vähe aega pärast finantsinstrumentide turge käsitleva direktiivi vastuvõtmist näha, et tulevikus hakkavad börsid tugevamalt konkureerima mitmepoolsete kauplemissüsteemidega, mis võivad Euroopa passi alusel tegutseda kõigis liikmesriikides. Näiteks võib siinkohal tuua seitsme investeerimispanga algatuse „Turquoise” ja 2007. aasta märtsis Londonis käivitatud Chi-X Europe Limited'i Chi-X platvormi. Pärast seda näib Euroopa börsiturgude tihedam integratsioon mitte üksnes võimalik, vaid see peaks teoks saama juba lähitulevikus<sup>(15)</sup>.

2.2.12 Börsiturgude integratsiooni tugevdamist ei tohi siiski mõista kui nõuet, et kauplemis- või arvelduskohad tuleb koondata **üheksainsaks** üleeuroopaliseks kauplemisplatvormiks. Ei tohi unustada, et nii uued börsivälised kauplemisplatvormid kui ka tavapärased börsid on äriettevõtted, kelle eesmärk on kasumit teenida, ning monopoliseerumine tooks kaasa halvemad tingimused emitentide ja investorite jaoks<sup>(16)</sup>.

2.2.13 Komitee soovib Euroopa institutsioonidel uurida alternatiive integratsiooni tugevdamisele konkurentsi kaudu, kui börside koondumine peaks kaasa tooma selle, et piirkondlikul tasandil tegutsevatele väikestele ja keskmise suurusega ettevõtetele muutub juurdepääs oluliselt raskemaks. Ei tohi unustada, et väikestel ja keskmise suurusega ettevõtetel on sageli piirkondlikule börsile lihtsam juurde pääseda kui suurtele Euroopa börsidele, sest tänu tihedatele kohalikele sidemetele on piirkondlikele investoritele piirkondliku börsi kaudu kergem juurde pääseda. Oodatavaid reaalseid arengusuundi tuleks seetõttu hoolikalt hinnata sellest seisukohast, kas väikeste ja keskmise suurusega ettevõtete jaoks muutub juurdepääs börsidele raskemaks. Kui see on nii, võiks lahendusena luua ühe või mitu mitteavalikku börsi, mis oleks kohustatud spetsiaalselt väikeste ja keskmise suurusega ettevõtete huve täitma.

### 3. Konkreetsed märkused — kliiring ja arveldamine börsiturgudel

3.1 Suur takistus tõhusama Euroopa börsistruktuuri loomisel ei ole mitte asjaolu, et tavapäraselt on börsid suunatud piirkondlikule tasandile, vaid erinevused Euroopas kasutatavates arveldussüsteemides. Nimetatud süsteemid on valdavalt riigiti killustunud ning see muudab börsitehingute piiriülese arveldamise

keeruliseks ja kalliks. (Siiski pakuvad üksnes riiklike väärtpaberitehingute jaoks kasutatavad arveldussüsteemid sageli väga tõhusaid ja madalate kuludega lahendusi, mis ei tohi konsolideerumispüüdluste käigus kaduda.) Killustatuse probleemi lahendamiseks on juba praegu tehtud mitmeid olulisi algatusi, mille eesmärk on muuta Euroopa arveldusstruktuurid tõhusamaks.

3.2 Nn Giovannini aruannetes<sup>(17)</sup> on välja toodud börsitehingute tõhusat arveldamist raskendavad takistused ning neid analüüsitud. Nimetatud aruannete kohaselt on riikidevahelised erinevused eelkõige tehnilistes normides ja turutavades ning samuti on erinevad riiklikud maksualased ja õigusraamistikud<sup>(18)</sup>. Esimese aspekti osas otsivad infrastruktuurioperaatorid ja turuosalised (eelkõige pangad) praegu lahendusi Euroopa Komisjoni kliiringu ja arveldamise nõuande- ja seirerühma (Clearing und Settlement Advisory and Monitoring Expert Group, CESAME) koordineerimisel<sup>(19)</sup>. Mõnda ühtlustust, nagu näiteks riiklikud pühad, mil arveldussüsteemid on suletud, on juba laialdaselt rakendatud ning töö käib uute ühtlustuste sisseviimiseks, nt korporatiivsündmuste (*Corporate Actions*) osas.

3.3 Kui algatus väärtpaberitehingute üleeuroopalise arveldusplatvormi loomiseks edukalt ellu viiakse, saab laialdaselt ühtlustada ka tehnilised standardid ja turutavad. 2006. aasta juulis tegid Euroopa Keskpank ja eurotsooni riiklikud keskpangad ettepaneku luua väärtpaberitehingute arveldamiseks ühtne Euroopa platvorm<sup>(20)</sup>. Kuna tehniliselt on see seotud juba olemasoleva üleeuroopalise makseplatvormiga „Target”, nimetatakse seda „Target2/Securities”. Lisaks sellele avaldas Euroopa Keskpank 2007. aasta jaanuaris esialgsed uuringud kavandatud platvormi majanduslike, õiguslike ja tehniliste mõjude kohta<sup>(21)</sup>. Praegu töötatakse koos kasutajatega välja sellise süsteemi tehnilisi nõudeid<sup>(22)</sup>.

3.4 Euroopa Keskpanka kava kohaselt hõlmaks „Target2/Securities” tulevikus kõiki väärtpaberitehinguid, mida arveldatakse keskpanga rahas. Kavandatud platvorm oleks põhimõtteliselt ühtselt kättesaadav kogu Euroopas ja lihtsustaks seega oluliselt eriti väärtpaberite piiriülest arveldamist.

3.5 Edu korral kõrvaldaks „Target2/Securities” otsustavad tõkked, mis takistavad Euroopas väärtpaberite piiriülest arveldamist keskpanga rahas. Mitmesuguste tegurite olemasolul annaks see ka väärtpaberitehingute osalistele märkimisväärseid eeliseid kulude osas.

<sup>(17)</sup> Vt [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/clearing/communication\\_de.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/communication_de.htm).

<sup>(18)</sup> Arveldamise jaoks on olulised omandi ülemineku, väärtpaberite registreerimise (deponeerimisõigus) ja maksejõuetusõiguse riiklikud eeskirjad.

<sup>(19)</sup> Vt [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/clearing/cesame\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/cesame_en.htm).

<sup>(20)</sup> Vt <http://www.ecb.int/paym/market/secmar/integr/html/index.en.html>.

<sup>(21)</sup> Vt <http://www.ecb.int/paym/market/secmar/integr/html/index.en.html>.

<sup>(22)</sup> Hulgiselt materjali võib selle kohta leida Euroopa Keskpanka veebilehelt ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)).

<sup>(14)</sup> McAndrew/Stefanadis „Current Issues in Economics and Finance” (Federal Reserve Bank of New York), juuni 2002, lk 1, 3 jj.

<sup>(15)</sup> Vt ka EKP kuuaruanne, november 2007, lk 67, 77 jj.

<sup>(16)</sup> Vt ka EKP kuuaruanne, november 2007, lk 67, 74 jj.

3.6 Käitumisjuhisega on Euroopa väärtpaberite keskdeposiitoriumid, kesksed vastaspooled ja börsid võtnud Euroopa Komisjoni ees kohustuse mitmeteks meetmeteks <sup>(23)</sup>. Eesmärk on eelkõige suurendada tõhusust ja infrastruktuurioperaatorite koostalitlusvõimet. Selle tulemusena peaksid vähenema Euroopa piiriüleste arvelduste kulud. Juba 2007. aasta alguses viidi ellu võetud kohustuste esimene osa. Hindade läbipaistvust parandati hinnakirjade avaldamise ja ühtlustamisega, mis võimaldab kasutajatel hindu paremini võrrelda. Lisaks sellele võtsid infrastruktuurioperaatorid kohustuse parandada juurdepääsu oma süsteemile ja süsteemidevahelist koostalitlusvõimet. 2007. aasta juuni lõpus avaldatud juhistes on kõnealusele ülesandele antud konkreetsem sisu, tehes süsteemide võrgustiku realselt võimalikuks. Kuna käitumisjuhise senisele arengule ja praktikas raken-

damisele on antud väga positiivne hinnang — nagu nähtub ka volinik Charlie McCreevy kõnest Euroopa Parlamendis 10. juulil 2007 — näib see olevat sobiv tee, kuidas edendada väärtpaberitehingute üleeuroopalist arveldamist väikeste kuludega.

3.7 Poliitilisest seisukohast ei ole börsiturude konsolideerimise edendamiseks praegu vaja täiendavaid meetmeid lisaks kirjeldatud algatustele. Kõigepealt tuleks ära oodata, kuni mitmesugused Euroopa börsiturude konsolideerumist edendavad tööd (eelkõige finantsinstrumentidega tehtavate tehingute arveldamise valdkonnas) lõpule jõuavad ning seejärel analüüsida nende tulemusi. Kui need algatused ei osutu edukaks või ei ole suutnud Euroopa börsikauplemist tõhustada, tuleb kaaluda, kas olukorda saaks parandada täiendavate reguleerivate meetmetega.

Brüssel, 13. veebruar 2008.

Euroopa Majandus- ja Sotsiaalkomitee

president

Dimitris DIMITRIADIS

---

<sup>(23)</sup> Vt [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/clearing/communication\\_de.htm#code](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/communication_de.htm#code).