

Talous- ja sosiaalikomitean lausunto aiheesta ”Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettavasta esitteestä”

(2002/C 80/13)

Neuvosto päätti 2. heinäkuuta 2001 Euroopan yhteisön perustamissopimuksen 262 artiklan nojalla pyytää talous- ja sosiaalikomitean lausunnon edellä mainitusta ehdotuksesta.

Asian valmistelusta vastannut ”talous- ja rahaliitto, taloudellinen ja sosiaalinen yhteenkuuluvuus” -jaosto antoi lausuntonsa 5. joulukuuta 2001. Esittelijä oli Malcolm Levitt.

Talous- ja sosiaalikomitea hyväksyi 387. täysistunnossaan (tammikuun 17. päivän 2002 kokouksessa) seuraavan lausunnon äänin 92 puolesta, yksi vastaan 3:n pidättyessä äänestämästä.

1. Johdanto

1.1. Komissio on julkaissut direktiiviehdotuksen, jolla on tarkoitus ottaa käyttöön liikkeeseenlaskijoiden oikeus käyttää samaa esitettä kaikkialla EU:ssa (”single passport”). Tämä merkitsee sitä, että kun liikkeeseenlaskijan kotivaltion viranomaiset ovat hyväksyneet esitteen, se on hyväksyttävä koko EU:ssa yleisölle tarjoamista tai säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi ottamista varten. Esite on tiedotusasiakirja, jonka liikkeellelaskijat antavat sijoittajille halutessaan hankkia pääomaa tai saattaa arvopaperinsa kaupankäynnin kohteeksi. Ehdotetulla direktiivillä on tarkoitus yksinkertaistaa esitejärjestelmää, jotta pääoman hankkiminen olisi helpompaa ja halvempaa kaikkialla EU:ssa. Aloite on tärkeä osa rahoituspalvelujen toimintasuunnitelmaa ja pyrkimystä luoda yhtenäiset rahoituspalvelumarkkinat. Komissio on korostanut, että kyseessä on toinen kahdesta ensimmäisestä direktiiviehdotuksesta, jotka laaditaan Tukholmassa kokoontuneen Eurooppa-neuvoston hyväksymän uuden ”Lamfalussyn mallin” mukaan. Tässä mallissa yleisperiaatteet erotetaan täytäntöönpanon teknisistä yksityiskohdista. Komissio aikoo ottaa käyttöön direktiivissä määriteltyjä yleisperiaatteita täydentäviä teknisiä toimenpiteitä kuultuaan komiteamenettelyllä (uuteen) arvopaperikomiteaan kuuluvia jäsenvaltioiden edustajia.

1.2. Ehdotetulla direktiivillä on tarkoitus varmistaa, että kaikissa jäsenvaltioissa on asianmukaiset ja yhtenäiset tiedotusstandardit, kun arvopapereita tarjotaan eurooppalaisille sijoittajille joko tarjoamalla niitä yleisölle tai ottamalla ne kaupankäynnin kohteeksi. Ehdotetun direktiivin soveltamisalaan kuuluvat kaikki normaalisti markkinoilla kaupattavat arvopaperityypit, ja sillä luodaan ”yleisölle tarjoamiselle” standardimääritelmä.

1.3. Ehdotetun direktiivin tärkeimmät piirteet ovat komission lehdistötiedotteen ja asiakirjan perustelujen mukaan seuraavat:

- Määritetään edellytykset arvopapereiden tarjoamiseksi yleisölle ja niiden ottamiseksi kaupankäynnin kohteeksi.

- Yhtenäistetään keskeiset määritelmät porsaanreikien ja jäsenvaltioiden erilaisten toimintatapojen välttämiseksi ja varmistetaan näin yhtäläiset toimintaedellytykset koko EU:ssa.
- Otetaan käyttöön laajennetut tiedonantovaatimukset, jotka noudattavat arvopapereiden tarjoamiselle ja kaupankäynnin kohteeksi ottamiselle asetettuja kansainvälisiä IOSCO:n (International Organisation of Securities Commissions) standardeja (näin EU:n liikkeeseenlaskijoiden on helpompi tarjota arvopapereita EU:n ulkopuolissa maissa kuten Yhdysvalloissa).
- Otetaan käyttöön perustietojen hyväksymisjärjestelmä, joka koskee liikkeeseenlaskijoita, joiden arvopapereita otetaan kaupankäynnin kohteeksi säännellyillä markkinoilla; pyrkimyksenä on varmistaa, että tärkeimmät liikkeeseenlaskijaa koskevat tiedot päivitetään vuosittain.
- Keskitetään vastuu kotijäsenvaltion toimivaltaiselle viranomaiselle.
- Annetaan liikkeeseenlaskijoille oikeus käyttää samaa esitettä kaikkialla EU:ssa (ns. ”single passport”) – arvopapereiden tarjoaminen ja kaupankäynnin kohteeksi ottaminen edellyttää toisin sanoen ainoastaan ilmoitusta siitä, että kotijäsenvaltion toimivaltainen viranomainen on hyväksynyt esitteen.

1.4. Komission mukaan ehdotettu direktiivi noudattaa Alexandre Lamfalussyn johtaman ns. viisasten komitean ehdottamaa lähestymistapaa, jonka maaliskuussa 2001 Tukholmassa kokoontunut Eurooppa-neuvosto hyväksyi antamassaan päätöslauselmassa. Tähän lähestymistapaan sisältyy markkinatoimijoiden kuuleminen ennen lainsäädännön tai sääntelyn hyväksymistä sekä yleisperiaatteiden ja täytäntöönpanotoimien erottaminen toisistaan. Ehdotetun esitedirektiivin kohdalla tämä merkitsee komission mukaan sitä, että kaikki keskeiset säännöt sekä peruskäsitteet ja -periaatteet annetaan direktiivissä, mutta komissio aikoo antaa erityisalojen teknisiä ohjeita

ja täytäntöönpanotoimia kuultuaan arvopaperikomiteaan kuuluvia jäsenvaltioiden edustajia. Tällaisia teknisiä ja täytäntöönpanotoimia ovat mm.

- määritelmien ja poikkeusten mukauttaminen ja ajantasaistaminen
- esitteitä koskevien konkreettisten tiedonantovaatimusten määrittäminen rajatylittävää arvopapereiden tarjoamista ja kaupankäynnin kohteeksi ottamista koskevien IOSCON standardien mukaisesti
- yksityiskohtaiset tekniset säännöt ja ohjeet mm. esitteiden julkistamisesta, mainonnasta, esitteiden hyväksymisestä ja EU:n ulkopuolisten liikkeeseenlaskijoiden julkaisemien esitteiden tunnustamisesta.

1.5. EU:n nykyisten sääntöjen mukaan on vastaanottavan jäsenvaltion viranomaisilla esitteiden tunnustamisen yhteydessä oikeus vaatia lisätietoja kotimarkkinoista, sillä säännöt ja käytännöt vaihtelevat suuresti jäsenvaltiosta toiseen. Tämän seurauksena EU:n pääomamarkkinat ovat pirstaloituneet, ja esitteen avulla on vain harvoin mahdollista hankkia pääomaa muista valtioista. Vaikka voimassa olevassa listalleottodirektiivissä (80/390/ETY) säädetään vastavuoroisesta tunnustamisesta, se myönnetään vain kyseisen direktiivin tiedotusvaatimukset täyttävälle esitteille, eikä direktiivin soveltamisalaan kuulumattomille arvopapereille ole olemassa yhteisön tunnustamisjärjestelmää.

2. Yleishuomioita

2.1. On suuri pettymys, ettei komissio järjestänyt täysimittaista markkinatoimijoiden kuulemista ennen direktiiviehdotuksen hyväksymistä. Ehdotetussa direktiivissä korostetaan perustellusti yleisölle tarjottavia arvopapereita koskevien laajennettujen ja yhteisten tiedonantovaatimusten tarvetta. Niin ammattisijoittajat, liikkeeseenlaskijat kuin rahoituksen välittäjätkin tunnustavat, että piensijoittajia tulee suojella – ja tähän sisältyy asianmukainen tiedottaminen –, mutta samalla ne painottavat, että tukkimarkkinoilla kevyempi järjestelmä olisi paikallaan. Kuten tässä lausunnossa osoitetaan, direktiivistä on monin paikoin otettu puutteellisesti huomioon nykyiset täysin tyydyttävät oikeus- ja markkinakäytännöt. (Lisäksi direktiivi poikkeaa huomattavasti FESCON [Forum of European Securities Committee] julkistamasta, tiedotusta koskevasta asiakirjasta, jota laadittaessa konsultoitiin markkinatoimijoita.) Komitea korostaa myös, että liitteessä I olevan maininnan työntekijöitä koskevista tiedoista tulisi kattaa myös tiedot työntekijöiden kuulemismenettelyistä.

2.2. Ehdotettu direktiivi koskee tärkeää alaa, jolla on tarpeen

- yhdenmukaistaa esitteitä ja niihin liittyviä vaatimuksia koskevia vapautuskäytäntöjä erityisesti institutionaalisten ja suunnattujen antien helpottamiseksi (tämä hyödyttää etenkin arvopapereiden rajatylittävien tukkimarkkinoiden toimintaa)
- kehittää esitteiden vastavuoroista tunnustamista, jotta vähennetään kokonaisten tarjousasiakirjojen kääntämistarvetta, kun tarjous tehdään useammassa kuin yhdessä valtiossa (tämä hyödyttää erityisesti arvopapereiden rajatylittävää vähittäistarjontaa).

Edistyminen näissä kysymyksissä auttaisi merkittävästi yleisrooppalaisten yhtenäismarkkinoiden luomista. Direktiiviehdotuksessa näiden kysymysten ratkaisemiseksi käytetty toimintatapa herättää kuitenkin joukon huolenaiheita.

2.3. Direktiivin perusteluissa ja lehdistötiedotteessa esitetyt hyvin kannatettavat tavoitteet, joista on edellä tehty pääpiirteittäinen yhteenveto, eivät ole aina yhdenmukaisia ehdotuksen yksityiskohtaisen direktiivitekstin kanssa. Jäljempänä käsitellään seuraavia tärkeitä aiheita:

- asianmukaiset esitteitä koskevat vaatimukset institutionaalisille ja suunnatuille aneille sekä piensijoittajille
- liikkeeseenlaskijan oikeus valita liikkeeseenlaskupaikka ("kotijäsenvaltioperiaate")
- vaikutukset EU:n kansainvälisiin velkakirjamarkkinoihin, erityisesti eurolainamarkkinoihin ja usean liikkeeseenlaskijan keskipitkän aikavälin velkakirjojen (Medium Term Note, MTN) markkinoihin
- yritysten tietojen päivittäminen vuosittain, vaikka ne eivät tekisi uusia liikkeeseenlaskuja
- ehdotetun direktiivin suhde voimassa oleviin direktiiveihin
- vaikutukset ulkomaisiin liikkeeseenlaskijoihin ja säänneltyjen markkinoiden väliseen kilpailuun
- muut kysymykset, kuten toimivaltaisten viranomaisten valtuudet asettaa velvoitteita toimivalta-alueensa ulkopuolella, mainontaa koskevat oikeudelliset velvollisuudet sekä suhde sähköisestä kaupankäynnistä annettuun direktiiviin.

3. Institutionaaliset ja suunnatut annit

3.1. Tällä hetkellä Euroopan pääomatukkuurmarkkinoiden kehittymisen suurin este ovat jäsenvaltioiden erilaiset käytännöt sen suhteen, myönnetäänkö arvopapereiden tarjoamisille vapautus tiedonantovaatimuksista (esite). Erityisesti yritykset, jotka haluavat suorittaa rajatylittäviä institutionaalisia tai suunnattuja osakeanteja, kärsivät siitä, että yksittäiset jäsenvaltiot soveltavat tiedonantovaatimuksia hyvin eri tavoin. Yhdessä jäsenvaltiossa tietyntyyppisille ammattisijoittajille suunnattu tarjous voidaan vapauttaa tiedonantovaatimuksista, kun taas muissa valtioissa tarjouksen on täytettävä vähimmäissijoitusta koskevat tai muut ehdot, ennen kuin tällainen poikkeus myönnetään.

3.2. Yksi ehdotetun direktiivin tärkeimmistä mahdollisista hyödyistä on näiden poikkeusten yhdenmukaistaminen tavalla, joka todella helpottaa varsinkin rajatylittävään pääoman hankkimiseen liittyviä institutionaalisia ja suunnattuja anteja. Direktiivillä ei kuitenkaan saavuteta tätä toivottua tavoitetta.

3.2.1. Ehdotetussa direktiivissä annetaan hyvin suppea määritelmä erilaisista "ammattisijoittajista", joille arvopapereita voidaan tarjota ilman, että syntyy velvoite rekisteröidä esite. Ehdotetun direktiivin 2 artiklan 1 kohdan c alakohdassa jätetään jopa suurimmat ja osaavimmat yhtiöt samoin kuin monet muut institutionaaliset sijoittajat (esim. sijoitusrahastot ja muut suljetut rahastot) "ammattisijoittajan" määritelmän ulkopuolelle. (Sijoitusrahastojen ominaispiirteet on tietysti otettava huomioon, jotta voidaan päätellä, ovatko ne "ammattimaisia" vai eivät.) Kysymystä ammattisijoittajien ja syvempää asiantuntemusta omaamattomien piensijoittajien erottamisesta pohditaan komission parhaillaan toteuttamassa kuulemisprosessissa sijoituspalveludirektiivistä. On mahdollista, että suuret yhtiöt ja kokeneet yksityishenkilöt (jotka ovat luonnollisia henkilöitä) luokitellaan "ammattisijoittajiksi". Direktiiviehdotuksessa tulisi tässä suhteessa tukeutua sijoituspalveludirektiivin tarkistukseen. Kuten edellä (kohta 2.1) todettiin, piensijoittajien suojeleminen on tärkeää, mutta ehdotetulla direktiivillä luotaisiin kohtuuttoman raskasta sääntelyä lähinnä ammattilaisten välisille markkinoille, etenkin kansainvälisille velkakirjamarkkinoille, joiden sijoittajista noin 95 prosenttia on ammattilaisia.

3.2.2. Ehdotetulla direktiivillä ei todellisuudessa estetä jäsenvaltioita asettamasta ennakoilmoitus-, toimittamis- tai muita velvoitteita ammattisijoittajille tehdyille tarjouksille tai muille tarjouksille, joita ei käsitellä yleisölle suunnattuina

tarjouksina. Jäsenvaltioiden ei tulisi kyetä luomaan esteitä institutionaalisille tai suunnatuille anteille asettamalla tämän kaltaisia vaatimuksia.

3.2.3. Direktiiviehdotuksessa ei käsitellä sellaista yleistä tapausta, jossa yhdessä jäsenvaltiossa (tai EU:n ulkopuolisessa valtiossa) arvopapereita tarjotaan yleisölle ja toisessa jäsenvaltiossa tehdään institutionaalinen tai suunnattu anti. Tarjouksen tekeviä yrityksiä ei tulisi velvoittaa käymään läpi vastavuoroista tunnustamismenettelyä (joka saattaa edellyttää esitteen kääntämistä ainakin osittain) voidakseen toteuttaa institutionaalisen tai suunnatun annin vain siksi, että se tarjoaa arvopapereita yleisölle muualla. Vaikka 3 artiklan 2 kohdassa säädetään tietyntyyppisille sijoittajille tai tietyn kokorajan ylittävälle tarjoamiselle myönnettävistä esitevelvoitteen poikkeuksista, esitevelvoitetta sovelletaan aina, jos arvopapereita otetaan kaupankäynnin kohteeksi (eli otetaan listalle). Koska monet ammattisijoittajat saavat sijoittaa vain listattuihin arvopapereihin (joko kansallisten säännösten tai omien sisäisten sopimustensa vuoksi), nykyiset poikkeukset eivät riitä estämään esitevelvoitteiden syntymistä velkakirjamarkkinoilla. Sen vuoksi tulisi luoda uusi poikkeus, jota sovelletaan 40 000 EUR:n suuruisiin tai sitä suurempiin velkakirja-anteihin. (Tämä raja-arvo esiintyy muussa lainsäädännössä, esim. yleisölle tarjoamista koskevassa direktiivissä; se ei haittaisi tiedottamista piensijoittajille.)

3.2.4. Ehdotetulla direktiivillä (3 artiklan 3 kohta) rajoitetaan suotta poikkeuksien soveltamisalaa eräissä muissa suhteissa mm. sulkemalla oikeuksien tarjoaminen ja työntekijöiden osakeoptioiden tarjoaminen sen ulkopuolelle.

3.3. Tässä suhteessa ehdotettu direktiivi vaikuttaa olevan huomattavasti rajoitavampi kuin FESCon (Forum of European Securities Commissions) asiakirjassa "A single passport for issuers" tehdyt alkuperäiset ehdotukset. Tämä on erityisen huolestuttavaa siksi, että ehdotettu direktiivi näyttäisi estävän jäsenvaltioita suhtautumasta liberaalimmin esitevaatimusten soveltamiseen: itse asiassa se velvoittaisi jäsenvaltiot tiukentamaan tai kumoamaan nykyisiä suunnattuja anteja koskevia tai vastaavia varsin väljiä poikkeuksiaan, vaikka ne ovat nykyisten direktiivien mukaisia.

4. Kotijäsenvaltioperiaate

4.1. Direktiiviehdotuksessa (2 artiklan 1 kohdan g alakohta) määritellään "kotijäsenvaltioksi" valtio, jossa liikkeeseenlaskijalla on kotipaikka. Liikkeeseenlaskijan on aina toimitettava esite (tai arvopaperiliite ja tiivistelmä) kotijäsenvaltiossa toimivaltaisen viranomaisen (4 artikla) tarkastettavaksi ja hyväksyttäväksi riippumatta siitä, missä liikkeeseenlaskija aikoo tarjota

arvopapereitaan yleisölle tai järjestää niiden pörssilistalle ottamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen. Nykyisten direktiivien mukaan liikkeeseenlaskija, joka aikoo tarjota arvopapereita yleisölle (tai viedä ne pörssilistalle) toisessa jäsenvaltiossa, voi tarkastuttaa esitteensä ennakolta sen viranomaisilla ja nykyisen vastavuoroisen tunnustamismenettelyn perusteella jopa käyttää esitettä yleisölle tarjoamiseen kolmannessa jäsenvaltiossa. Ainoa poikkeus tästä ovat sellaiset tapaukset, joissa liikkeeseenlaskija tarjoaa arvopapereita yleisölle (tai haluaa listauttaa ne) myös kotijäsenvaltiossaan.

4.2. Ei näyttäisi olevan mitään pakottavaa syytä estää liikkeeseenlaskijoita tarkastuttamasta ja hyväksyttämstä niin halutessaan esitteensä (kotijäsenvaltionsa sijasta) sen jäsenvaltion viranomaisilla, jossa ne aikovat tarjota arvopapereita yleisölle tai saattaa ne pörssilistalle tai kaupankäynnin kohteeksi. Liikkeeseenlaskijan kotijäsenvaltion viranomaisten voi kyllä joissain tapauksissa olla helpompi tarkistaa liikkeeseenlaskijaa koskevat tiedot. Listalle ottamisesta vastaavat viranomaiset ovat kuitenkin jo vuosia tarkastaneet ja hyväksyneet muista jäsenvaltioista tai EU:n ulkopuolisista valtioista tulevien liikkeeseenlaskijoiden esitteitä ilman sanottavia vaikeuksia (ja jopa yrittäneet rohkaista ulkomaisia liikkeeseenlaskijoita hakemaan rajatylittävää kaupankäynnin kohteeksi ottamista). Pelot ”mielivaltaisesta sääntelystä” tai ”alhaisimmalla sääntelytasolla kilpailusta” ovat liioiteltuja. Maailman menestyksekkäimmille arvopaperimarkkinoille ovat tunnusomaisia hyvin tiukat tiedonantovaatimukset sekä avoimuuden ja säännösten noudattamisen kulttuuri, jotka herättävät luottamusta niin sijoittajissa kuin arvopaperien liikkeeseenlaskijoissa.

4.3. Lisäksi vaikuttaa siltä, että poistamalla tällä tavoin liikkeeseenlaskijan vapaus tarkastuttaa esitteensä toisessa jäsenvaltiossa luotaisiin joukko ongelmia.

4.3.1. Otetaan esimerkiksi tapaus, jossa ranskalainen liikkeeseenlaskija haluaa hankkia pääomaa tarjoamalla arvopapereita yleisölle ja saattamalla osakkeensa kaupankäynnin kohteeksi Saksassa. Liikkeeseenlaskija ei halua tarjota arvopapereita yleisölle Ranskassa. Siitä huolimatta sen täytyisi ehdotetun direktiivin mukaan tarkastuttaa ja hyväksyttää esitteensä Ranskan viranomaisilla.

4.3.2. Ehdotetun direktiivin mukaan ranskalaisilla viranomaisilla olisi oikeus edellyttää, että esite laaditaan ranskaksi (ja Ranskassa vakiintuneessa muodossa) (7 artikla), ja saksalaiset viranomaiset voisivat ainoastaan vaatia liikkeeseenlaskijaa

kääntämään esitteen tiivistelmäosan saksaksi saadakseen tarjota arvopapereita yleisölle Saksassa (16 artikla). Markkinointiin liittyvistä käytännön syistä (varsinkin jos tarjoaminen on suunnattu saksalaisille piensijoittajille) liikkeeseenlaskija saattaa kuitenkin joutua laatimaan saksankielisen version koko esitteestä (ja noudattamaan tässä Saksan vakiintunutta muotoa). Nykyisten direktiivien mukaan liikkeeseenlaskija voisi tarkastuttaa ja hyväksyttää esitteensä Saksan viranomaisilla ja näin ollen laatia esitteen vain yhdellä kielellä.

4.3.3. Koska liikkeeseenlaskija hakee osakkeidensa kaupankäynnin kohteeksi ottamista Saksassa, sen on tehtävä hakemus myös Saksan toimivaltaisille viranomaisille osoittaakseen täytävänsä kaupankäynnin kohteeksi ottamisen edellytykset (15 artikla). Lisäksi sen on yhä oltava tekemisissä toimivaltaisten viranomaisten kanssa arvopapereiden liikkeeseenlaskijoita koskevien jatkuvien velvoitteiden (esim. tapauskohtaisten tiedonantovaatimusten) vuoksi. Koska liikkeeseenlaskija markkinoi arvopapereitaan Saksassa, sen on noudatettava myös muita yleisölle tarjoamista koskevia Saksan lakien säännöksiä (15 artiklan 3 kohta). Nykyisten direktiivien mukaan tässä esimerkkitapauksessa esiintyvä liikkeeseenlaskija joutuisi noudattamaan vain Saksan lakien säännöksiä tarjouksen hallinnoinnin suhteen (ja olemaan jatkuvasti yhteydessä vain yhteen – eli Saksan – sääntelyviranomaiseen pörssilistalle ottamisesta seuraavien jatkuvien velvoitteiden vuoksi). Ehdotetun direktiivin mukaan liikkeeseenlaskija joutuisi aluksi tarjousta käynnistäessään ja myöhemminkin olemaan jatkuvasti yhteydessä sekä Saksan että Ranskan viranomaisiin.

4.3.3.1. On selvää, että käännöstarpeet (ks. edellä kohdat 3.2.3, 4.3.2 ja 4.3.3), joiden syynä on vaatimus yrityksen kotipaikkavaltion viranomaisen antamasta hyväksynnästä liikkeeseenlaskun suoritusvaltion tai pörssilistalleottovaltion viranomaisen sijasta, ja tarve noudattaa molempien maiden säännöksiä (ks. kohta 4.3.3) käyvät kalliiksi. Näin ollen liikkeeseenlaskija saattaa päättää, että rajanylittävä tarjous ja listautumispyyntö aiheuttaa näiden lisävaatimusten vuoksi liian suuren taakan. Liikkeeseenlaskijan kannalta olisi yksinkertaisempaa hakea pörssilistalle ottamista kotijäsenvaltiossaan ja rajata tarjous kotijäsenvaltion sijoittajiin. Näin ollen ehdotettu direktiivi saattaa itse asiassa toimia rajatylittäviä tarjouksia ja listautumisia vähentävänä pelotteena ja rajoittaa sellaisten pörssien välistä kilpailua, jotka pyrkivät houkuttelemaan liikkeeseenlaskijoita markkinoilleen.

4.3.3.2. Ehdotukset vaikuttavat myös yhdessä jäsenvaltiossa pörssiin listautuneisiin liikkeeseenlaskijoihin, jotka päättävät saattaa kansainväliset velkakirjansa kaupankäynnin kohteeksi Lontoossa, Luxemburgissa tai jossain muussa kotijäsenvaltiossa ulkopuolisessa valtiossa. Esimerkiksi espanjalainen yhtiö, jonka osakkeet on listattu Espanjassa ja niillä käydään

kauppaa espanjalaisessa pörssissä, voi nykyisin hakea eurolainojensa ottamista pörssilistalle Yhdistyneessä kuningaskunnassa. Listautumishakemuksen yhteydessä se laatii englanninkielisen tiedonantoasiakirjan (listalleottoesite) Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaisten tarkastettavaksi, ja sen eurolainoja myydään sijoittajille suunnattuna antina tai vastaavia poikkeuksia soveltaen. Kaupankäynti eurolainoilla tapahtuu kansainvälisen arvopaperimarkkinayhdistyksen sääntöjen mukaan tyyppillisesti suorakauppana (over-the-counter) pikemmin kuin Lontoon pörssissä. Espanjan viranomaisten ei ole tarpeen puuttua asiaan.

4.3.3.3. Ehdotetun direktiivin mukaan liikkeeseenlaskijan täytyisi laatia tarjousta koskeva arvopaperiliite ja tiivistelmä, jotka Espanjan viranomaiset tarkastaisivat ja hyväksyisivät. Jos Espanjan viranomaiset kuitenkin vaativat kyseiset asiakirjat (sekä perusesitteen) espanjankielisinä ja Espanjassa vakiintuneessa muodossa laadittuina, liikkeeseenlaskijan saattaisi käytännössä silti olla pakko laatia kansainvälisille sijoittajille sopiva englanninkielinen asiakirja (vaikka Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset eivät vaadi tiivistelmän kääntämistä englanniksi). Lisäksi liikkeeseenlaskijan täytyisi olla yhteydessä Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaisiin listautumishakemuksen vuoksi, ja sen tulisi noudattaa Yhdistyneen kuningaskunnan sääntöjä pörssilistalle otettuihin liikkeeseenlaskijoihin sovellettavista jatkuvista velvoitteista. Direktiivin täytäntöönpano sen nykyisessä muodossa lisäisi siis todennäköisesti ainakin velkakirjojensa listalleottoa toisessa valtiossa hakevien liikkeeseenlaskijoiden kustannuksia ja kannustaisi liikkeeseenlaskijoita hakemaan arvopaperiensa listalleottoa kotijäsenvaltiossaan (ainakin siinä tapauksessa, että kansainväliset sijoittajat hyväksyvät sen).

4.3.3.4. Ehdotetun direktiivin myötä liikkeeseenlaskijat menettäisivät myös tehokkuushyödyn, joka on syntynyt kansainvälisten velkakirjojen liikkeeseenlaskujen listautumis- ja tarjousasiakirjojen tarkastamisen tosiasiallisesta keskittymisestä Luxemburgiin ja Yhdistyneeseen kuningaskuntaan. Edellyttämällä, että nämä asiat käsitellään aina liikkeeseenlaskijan kotipaikkavaltiossa, ehdotettu direktiivi pirstaloittaa euromarkkinoiden nykyisen, suhteellisen tehokkaasti toimivan asiakirjojen tarkastusjärjestelmän. On kyseenalaista, voidaanko komiteamenettelyllä yhtenäistää näin pitkälti yksittäisten tapausten käsittelyä. Näillä perusteilla tulee ehdotetun direktiivin 2 artiklan 1 kohdan g alakohta (ks. edellä kohta 4.1) muuttaa siten, että "kotijäsenvaltio" määritellään valtioksi, jossa liikkeeseenlaskija päättää saattaa arvopaperinsa kaupankäynnin kohteeksi tai tarjota niitä yleisölle.

4.3.3.5. Koska eurolainojen markkinat ovat ammattilaisten käsissä, niitä koskevien tiedonantovaatimusten olisi hyvä olla väljempinä.

4.3.4. Keskipitkän aikavälin velkakirjaohjelmat (ns. MTN-ohjelmat) ovat järjestelmiä, joissa yksittäinen liikkeeseenlaskija tai usean liikkeeseenlaskijan ryhmä voivat luoda eräänlaisen perustietojen hyväksymisjärjestelyn (shelf registration), jonka nojalla ne voivat aika ajoin laskea liikkeeseen velkakirjoja, jotka on tarkoitus ottaa kaupankäynnin kohteeksi yhdessä tai useammassa pörssissä. Jokin yritysryhmä saattaa esimerkiksi haluta laskea liikkeeseen lyhyellä aikavälillä emoyhtiön ja eri tytäryhtiöiden velkakirjoja, ja joillain tytäryhtiöillä saattaa olla kotipaikka muussa jäsenvaltiossa kuin emoyhtiöllä (tai EU:n ulkopuolisessa valtiossa). Tavallisesti arvopapereita myytäisiin useassa valtiossa institutionaalisille sijoittajille suunnattuna antina tai vastaavia poikkeuksia noudattaen.

4.3.4.1. Nykyisin liikkeeseenlaskijat voivat hakea tällaisen ohjelman listalleottoa vain yhdessä pörssissä, ja kyseisen pörssin kotivaltion viranomaiset tarkastavat ja hyväksyvät yhtenä asiakirjana laadittavan tiedonantoasiakirjan (esitteen), joka kattaa kaikkien ohjelmaan kuuluvien liikkeeseenlaskijoiden tekemät arvopaperien liikkeeseenlaskut. Liikkeeseenlaskijoiden ei tarvitse hyväksyttää tiedonantoasiakirjaa kotijäsenvaltioidensa viranomaisilla.

4.3.4.2. Jos saksalainen yritys haluaa listauttaa Luxemburgin pörssissä MTN-ohjelman, joka kattaa sen sekä sen Ranskassa, Alankomaissa ja Yhdysvalloissa toimivien tytäryhtiöiden velkakirjojen liikkeeseenlaskun, esite täytyisi ehdotetun direktiivin mukaan hyväksyttää Saksan, Ranskan, Alankomaiden ja (yhdysvaltalaisen liikkeeseenlaskijan vuoksi) Luxemburgin toimivaltaisilla viranomaisilla. Neljän valtion toimivaltaisten viranomaisten olisi siis tarkastettava ja hyväksyttävä esite (ja ne voisivat vaatia esitteen kääntämistä omalle kielelleen ja esittää muita direktiivin mukaisia sisältövaatimuksia), vaikka se koskee vain yhtä velkakirjojen liikkeeseenlaskuohjelmaa. Tällä hetkellä kyseisessä esimerkkitapauksessa riittäisi, että Luxemburgin viranomaiset hyväksyvät ohjelman asiakirjat.

4.3.4.3. Vaatimukset koko arvopaperiliitteen ja tiivistelmän tarkastamisesta ja hyväksymisestä kaikkien arvopaperien liikkeeseenlaskujen yhteydessä aiheuttaisivat todennäköisesti MTN-ohjelmille huomattavan lisätaakan. Tavallisesti tällaiseen ohjelmaan kuuluvan arvopaperierän liikkeeseenlaskeminen edellyttää vain hintaliitteen toimittamista (tätä asiakirjaa ei tarvitse hyväksyttää). Nykyisin ei ole epätavallista, että MTN-ohjelmien liikkeeseen laskuun ei kulu kuin 15–20 minuuttia, kun markkinoilla tarjoutuu otollinen tilaisuus. Direktiiviä tulisi muuttaa niin, että yleisölle tarjoaminen ja kaupankäynnin kohteeksi ottaminen olisivat mahdollisia koko ohjelmaa koskevan yhden esitteen hyväksymisen nojalla eikä ohjelmaan kuuluvista myöhemmistä yksittäisistä tarjouksista tarvitsisi tehdä erillisiä esitteitä.

4.3.5. Se, että liikkeeseenlaskijat ovat (pysyvästi) sidoksissa kotijäsenvaltioon, saattaa vaikuttaa äskettäin perustettujen yritysten kotipaikkavalintoihin, sillä päätös vaikuttaa yrityksen myöhempään pääoman hankintaan. Tämä saattaa vääristää kilpailua yhtenäismarkkinoilla. Uusien yritysten perustajat pyrkivät ehkä välttämään kotipaikan sijoittamista maihin, joiden toimivaltaisten viranomaisten esitteidentarkastusmenettelyitä ne pitävät liian byrokraattisina tai joustamattomina. Yrityksen elinkaaren myöhemmässä vaiheessa voi olla vaikeaa järjestää ryhmä uudelleen emoyhtiön kotipaikan vaihtamiseksi (verotusseikat saattavat tehdä tästä hankalaa). Uusien yritysten kannalta on siis erittäin tärkeää valita "oikea" kotipaikkavaltio, vaikka ne eivät ehkä tässä vaiheessa vielä tiedäkään, missä ne tulevat hankkimaan pääomaa tai hakemaan arvopapereidensa ottamista kaupankäynnin kohteeksi.

4.3.6. Jäsenvaltioiden toimivaltaisilla viranomaisilla (tai pörssillä) on vähemmän kannusteita pyrkiä tekemään tiedonantovaatimuksistaan direktiivissä asetettuja vähimmäisvaatimuksia tiukempia (olettaen, että ehdotettu direktiivi edes sallii tämän). Laajennettuja tiedonantovaatimuksia sovelletaan vain kotimaisiin liikkeeseenlaskijoihin, mutta ei muiden jäsenvaltioiden liikkeeseenlaskijoihin, jotka haluavat listautua kyseisen jäsenvaltion markkinoilla.

4.3.7. Vastaavasti jäsenvaltioiden toimivaltaisilla viranomaisilla ei ole kilpailupainetta parantaa palveluaan yrityksille, jotka hakevat esitteensä hyväksymistä. Kotimaisilla yrityksillä ei ole muuta vaihtoehtoa kuin kääntyä kotivaltionsa toimivaltaisen viranomaisen puoleen, kun taas muiden jäsenvaltioiden liikkeeseenlaskijoiden ei tarvitse hyväksyttää esitteitään toimivaltaisella viranomaisella, vaikka ne tarjoaisivat arvopapereita yleisölle tai saattaisivat niitä kaupankäynnin kohteeksi tämän hallintoalueella.

4.3.8. Jos jonkin jäsenvaltion toimivaltainen viranomainen tästä huolimatta päättää käyttää direktiivissä asetetun vähimmäistason ylittäviä tiedonantovaatimuksia (olettaen, että ehdotettu direktiivi sallii tämän), joutuvat liikkeeseenlaskijat, joilla on kotipaikka kyseisessä valtiossa, nykytilanteeseen verrattuna epäsuotuisampaan asemaan. Nykyisin nämä liikkeeseenlaskijat voivat päättää listauttaa arvopaperinsa toisessa jäsenvaltiossa. Ehdotetun direktiivin mukaan niiden täytyisi siinä tapauksessa kuitenkin täyttää kaikki kotijäsenvaltionsa sääntelyviranomaisen asettamat tiedonantovaatimukset, vaikka ne eivät haluaisi hankkia pääomaa tai listauttaa arvopapereita kotijäsenvaltiossaan.

4.3.9. Nykyiset direktiivit jättävät toimivaltaisille viranomaisille joustovaraa myöntää tapauskohtaisia poikkeuksia

tiedonantovaatimuksista (esim. kun tiedot eivät ole kovin tärkeitä). Esite voi silti periaatteessa nauttia vastavuoroisesta tunnustamisesta, joskin tietyin ehdoin. Ehdotettu direktiivi ei jätä joustovaraa tapauskohtaisille poikkeuksille.

4.4. Tässäkin kysymyksessä nyt tehdyt ehdotukset ovat huomattavasti rajoittavammat kuin FESCON aiemmassa aiheetta koskevassa asiakirjassa tehdyt ehdotukset. Sen mukaan liikkeeseenlaskijat olisivat ainakin voineet valita kotipaikkavaltionsa ja sen valtion välillä, jossa ne ensisijaisesti listauttavat arvopapereitaan. Tämä on myös epä johdonmukaista sellaisten EU:n ulkopuolisten liikkeeseenlaskijoiden kohtelun kanssa, joiden arvopapereilla ei vielä käydä kauppaa minkään EU:n jäsenvaltion pörssissä. Nämä liikkeeseenlaskijat voivat jossain määrin valita "kotijäsenvaltionsa", mikäli ne voivat päättää, missä niiden arvopaperit otetaan ensimmäisenä kaupankäynnin kohteeksi (tapauksia, joissa ne eivät voi päättää sitä, käsitellään jäljempänä).

4.5. Ehdotetun direktiivin 11 artiklan 4 kohta kuuluu seuraavasti:

"Jos jäsenvaltion toimivaltainen viranomainen ei ole tehnyt päätöstä 2 ja 3 kohdassa vahvistetussa määräajassa, hakemus katsotaan hylätyksi, mistä voi valittaa tuomioistuimeen."

Komitea pitää tätä mahdottomana hyväksyä ja ehdottaa, että tekstikohta poistetaan ehdotuksesta ja korvataan seuraavalla tekstillä:

"Jos toimivaltainen viranomainen ei ole tehnyt päätöstä 2 ja 3 kohdassa vahvistetussa määräajassa, hakemus katsotaan hyväksytyksi, kun taas hylkäämisestä voi valittaa tuomioistuimeen. Jos toimivaltainen viranomainen tarvitsee päätöksen tekoon lisää aikaa, sen tulee ilmoittaa asiasta kirjallisesti liikkeeseenlaskijalle."

5. Pakollinen perustietojen hyväksymisjärjestelmä

5.1. Direktiiviehdotuksessa esitetään järjestelmää, jossa kaikkien liikkeeseenlaskijoiden, joiden arvopapereita otetaan kaupankäynnin kohteeksi jollain EU:n säännellyillä markkinoilla, tulee ajantasaistaa "perusesitteensä" vuosittain (9 artikla). "Perusesite" on se esitteen osa, joka sisältää tiedot liikkeeseenlaskijan rahoitusasemasta ja liiketoiminnasta. Ehdotetun direktiivin mukaan perusesitetä tulee täydentää (kun liikkeeseenlaskija suunnittelee erityistä liikkeeseenlaskua) "arvopaperiliitteellä" (jossa annetaan lisätietoja näistä nimenomaisista

liikkeeseen laskettavista arvopapereista sekä tarjousta koskevia yksityiskohtia) sekä "tiivistelmällä" (jossa on tiivistelmä arvopaperiliitteen ja perusesitteen sisältämistä tiedoista) (15 artikla). Nämä kolme asiakirjaa muodostavat yhdessä esitteen. Perusesitteen ehdotetut vähimmäistiedot esitetään direktiiviehdotuksen liitteessä II, mutta komissio voi komiteamenettelyllä antaa tästä yksityiskohtaisempia sääntöjä. Perusesitteen vuosittain ajantasaistettu versio toimitetaan liikkeeseenlaskijan kotijäsenvaltion toimivaltaiselle viranomaiselle, joka tarkastaa sen.

5.2. Yksi tämän järjestelyn pääsyy vaikuttaa olevan se, että näin helpotetaan liikkeeseenlaskijan myöhempiä arvopaperien liikkeeseenlaskuja. Tällöin liikkeeseenlaskijan tarvitsisi laatia ainoastaan arvopaperiliite ja tiivistelmä (paitsi jos perusesitteen julkistamisen jälkeen on tapahtunut olennainen muutos tai tilanne on äskettäin kehittynyt). Ajatuksena on, että liikkeeseenlaskija voisi tehdä uusia liikkeeseenlaskuja nopeutetulla menettelyllä ilman, että sen tarvitsee laatia joka kerran kokonaista esitettä.

5.3. Vaatimus perusesitteen ajantasaistamisesta vuosittain lisäisi kuitenkin myös huomattavasti kaikkien sellaisten liikkeeseenlaskijoiden tiedottamisvelvoitetta, joiden arvopaperit on otettu kaupankäynnin kohteeksi EU:n säännellyillä markkinoilla. Tosiasiallisesti jokainen tällainen liikkeeseenlaskija joutuisi laatimaan vuosittain esitteen yritystoiminta- ja rahoitusosat ja tarkastuttamaan ne kotijäsenvaltionsa viranomaisilla. Näin olisi riippumatta siitä, suunnittelee ko liikkeeseenlaskija todellisuudessa uutta arvopaperien liikkeeseenlaskua. Tämä vaikuttaa etenkin pieniin ja keskisuuriin yrityksiin, jotka hankkivat uutta pääomaa vain kerran silloin, kun ne ensimmäisen kerran otetaan kaupankäynnin kohteeksi pörssissä.

5.4. Ehdotettu järjestelmä voi aiheuttaa vaikeuksia myös sellaisille liikkeeseenlaskijoille, jotka käyvät vuosittaisen ajantasaistamisen ajankohtana olennaista liiketoimea (esim. yrityskauppaa) koskevia neuvotteluja, mutta eivät kuitenkaan ole vielä edenneet niissä niin pitkälle, että niistä tarvitsisi tietoa. On epäselvää, kykenisikö liikkeeseenlaskija tällöin varmistamaan, että ajantasaistetussa perusesitteessä edellytetyt tiedot ovat paikkansapitäviä, paljastamatta käynnissä olevia neuvotteluja.

5.5. Ehdotettu järjestelmä on myös työlämpi kuin FESCON alun perin asiakirjassaan ehdottama järjestelmä. Sen mukaan "perustietojen hyväksyminen" olisi vaihtoehto, jonka liikkeeseenlaskijat voisivat valita.

6. Suhde muihin direktiiveihin

6.1. Ehdotetulla direktiivillä kumottaisiin direktiivit 80/390/ETY ja 89/298/ETY. Ne koskevat arvopaperien viralliselle pörssilistalle ottamisen yhteydessä julkistettavaa listalleottoesitettä ja arvopapereita yleisölle tarjottaessa julkistettavaa tarjousesitettä. Ehdotetussa direktiivissä ei eroteta toisistaan listattuja ja listaamattomia arvopapereita, jotka otetaan kaupankäynnin kohteeksi säännellyillä markkinoilla. Siinä ei myöskään määritellä "säänneltyjä markkinoita", vaikka tätä pohditaan sijoituspalveludirektiivin tarkistuksessa, johon asiaansa tulisi tukeutua.

6.2. Ehdotetulla direktiivillä ei kuitenkaan kajota direktiivin 79/279/ETY säännöksiin, joilla koordinoidaan viralliselle pörssilistalle ottamisen edellytykset (listalle otettujen liikkeeseenlaskijoiden jatkuvat velvoitteet mukaan luettuna). Se ei vaikuta myöskään vaikuta direktiivin 82/121/ETY säännöksiin, joiden mukaan listattujen liikkeeseenlaskijoiden tulee julkaista katsaus tuloksestaan ja toiminnastaan puolen vuoden välein. Ehdotetulla direktiivillä jätettäisiin siis merkittävä toimivalta sen valtion toimivaltaiselle viranomaiselle, jossa pörssilistalle ottamista haetaan. Sen vuoksi se ei myöskään vaikuta säänneltyjen markkinoiden listattujen ja listaamattomien segmenttien eroteluun. Komissio todennäköisesti tarkistaa mainitut direktiivit erikseen.

6.3. On epäselvää, aikooko komissio ehdottaa "listalle ottamisen" käsitteen lakkauttamista osana tuota tarkistusta. On kuitenkin monia syitä, joiden vuoksi lienee edelleen tärkeää erottaa "listalle otetut" arvopaperit omaksi luokakseen. Monet sijoitustenhallintaa koskevien sopimusten tai vastaavien oikeusvälineiden sisältämät nykyiset sijoitusrajoitukset rajoittavat (sekä EU:ssa että sen ulkopuolella) asianomaisen institution sijoitukset pörssilistalle otettuihin arvopapereihin. On epäselvää, millaisia vaikutuksia olisi EU:n päätöksellä poistaa "listattujen" arvopaperien luokka kokonaan. Pahimmillaan se voisi estää monia institutionaalisia sijoittajia sijoittamasta EU:n markkinoilla kaupattaviin arvopapereihin.

6.4. Epäselvää on myös, aikooko komissio ehdottaa joidenkin mainittuihin direktiiveihin perustuvien tehtävien (jotka kuuluvat näiden direktiivien perusteella listautumisvaltiolle) siirtämistä liikkeeseenlaskijan kotijäsenvaltiolle. Monet nyt ehdotetussa direktiivissä esiin tuodut kysymykset ovat kytköksissä kyseisten muiden direktiivien käsittelemiin seikkoihin. Silmiinpistäväntä on, että liikkeeseenlaskijoille asetettavat pakolliset ajantasaistamisvaatimukset johtavat päällekkäisyyksiin

ehdotetun direktiivin vaatimusten ja muilla direktiiveillä asetettujen liikkeeseenlaskijoiden jatkuvien velvoitteiden (jotka liittyvät myös markkinoiden väärinkäyttöä koskevassa direktiivissä asetettuihin tapauskohtaisiin tiedottamisvaatimuksiin) välillä.

6.5. On selvää, että ehdotettu direktiivi muuttaisi jyrkästi toimivaltaisten viranomaisten välistä vastuunjakoja. Ehdotusten vaikutuksia on kuitenkin vaikea arvioida tuntematta muiden asiaan liittyvien direktiivien uudistamishdotuksia.

7. EU:n ulkopuoliset liikkeeseenlaskijat

7.1. Ehdotettu direktiivi saattaa haitata ulkomaisten liikkeeseenlaskijoiden toimintaa. Esimerkiksi Tanskan säännellyt markkinat voivat päättää ottaa yhdysvaltalaisen liikkeeseenlaskijan arvopapereita kaupankäynnin kohteeksi markkinoillaan (ilman tämän suostumusta, vain Yhdysvalloissa julkaistun esitteen perusteella). Näin Tanskasta tulisi kyseisen yhdysvaltalaisen liikkeeseenlaskijan "kotijäsenvaltio", jos se joskus haluaa hankkia pääomaa EU:ssa tarjoamalla arvopapereitaan yleisölle tai hakea niiden ottamista kaupankäynnin kohteeksi jollain muilla säännellyillä markkinoilla. Näin kävisi, vaikka yhdysvaltalainen liikkeeseenlaskija ei haluaisikaan tarjota arvopapereita yleisölle Tanskassa tai hakea muiden arvopapereidensa ottamista kaupankäynnin kohteeksi Tanskan pörssissä.

7.2. Ehdotetussa direktiivissä ei myöskään käsitellä tapaus, jossa EU:n ulkopuolinen liikkeeseenlaskija tarjoaa arvopapereita yleisölle kahdessa tai useammassa jäsenvaltiossa (ilman, että arvopapereita otetaan kaupankäynnin kohteeksi säännellyillä markkinoilla). Direktiivi näyttäisi estävän sen, että toinen kyseisistä jäsenvaltioista tunnustaisi vastavuoroisesti toisen hyväksymän tarjousasiakirjan.

8. Markkinoiden välinen kilpailu

8.1. On olemassa vaara, että ehdotettu direktiivi heikentää säänneltyjen markkinoiden kykyä ottaa arvopapereita kaupankäynnin kohteeksi ilman liikkeeseenlaskijan suostumusta. Tällä hetkellä säännellyt markkinat voivat kilpailla kaupankäyntipalveluillaan ottamalla arvopapereita kaupankäynnin kohteeksi riippumatta siitä, onko liikkeeseenlaskija hakenut sitä. Säännellyt markkinat voivat normaalisti tehdä näin vain, jos on varmaa, että julkista tietoa on riittävästi arvopaperimarkkinoiden asianmukaisen toiminnan takaamiseksi (esim. koska arvopaperit on otettu listalle jossain muualla). Ehdotetun direktiivin rakenteen vuoksi olisi säänneltyjen markkinoiden kuitenkin huomattavasti vaikeampi toimia näin. Näyttää esimerkiksi siltä, että säänneltyjen markkinoiden vastuulla olisi tarkistaa

jatkuvasti, onko liikkeeseenlaskija täyttänyt esitteen ajantasaisesti koskevat velvoitteensa (ks. 4 artikla). Tässä näyttää olevan sekaannus pörssien ja kauppapaikkojen sääntelyä koskevien vaatimusten ja liikkeeseenlaskijoiden sääntelyyn liittyvien vaatimusten välillä. Lopullinen tulos voi olla, että se itse asiassa rajoittaa kauppapaikkojen välistä kilpailua.

9. Vaatimusten soveltaminen toimivalta-alueen ulkopuolella

9.1. Ehdotetun direktiivin säännöksissä lähdetään nähtävästi siitä, että toimivaltaiset viranomaiset voivat soveltaa vaatimuksiaan toimivalta-alueensa ulkopuoliseen liikkeeseenlaskijaan vain siksi, että kotimaiset säännellyt markkinat päättävät ottaa liikkeeseenlaskijan arvopaperit kaupankäynnin kohteeksi – riippumatta siitä, onko liikkeeseenlaskija edes hakenut sitä (tai suostunut siihen). On esimerkiksi epäselvää, miten 15 ja 21 artiklan säännöksiä sovelletaan, jos liikkeeseenlaskija ei ole suostunut siihen, että sen arvopapereita otetaan kaupankäynnin kohteeksi toisella lainkäyttöalueella.

10. Mainonta

10.1. Ehdotetun direktiivin 13 artiklassa säädetään, että kotijäsenvaltio tarkastaa kaikki mainokset ja ilmoitukset. Tämä on epäasianmukaista ja kohtuutonta, kun kyse on ammattisijoittajille suunnattuja uusia tarjouksia koskevista (esim. elektronisissa rahoitusalan uutispalveluissa julkaistavista) ilmoituksista, ja kaikki ilmoitukset ammattisijoittajille tulisi jättää direktiivin soveltamisalan ulkopuolelle. Artiklassa ei aseteta viranomaisille määräaika päätöksen tekemiseksi, ja tätä on mahdoton hyväksyä. Lisäksi on hyvin epäselvää, kenen tulee noudattaa kyseisten säännösten vaatimuksia.

11. Sähköinen kaupankäynti

11.1. Ehdotetussa direktiivissä ei käsitellä kysymystä siitä, milloin tarjous katsotaan tehdyn toisen jäsenvaltion "alueella". Erityisesti kysymys ehdotetun direktiivin ja sähköisestä kaupankäynnistä annetun direktiivin alkuperämaasääntöjen välisestä suhteesta jää käsittelemättä.

12. Ostotarjousmenettely

12.1. Tällä hetkellä on mahdollista laskea liikkeelle uusia arvopapereita 10 prosentin arvosta alkuperäisen emissio jäljellä olevasta osasta ilman uuden esitteen laatimista. Ehdotetua direktiiviä tulisi muuttaa niin, että jo olemassa olevien arvopapereiden uudet liikkeeseenlaskut tai kaupankäynnin kohteeksi ottamiset vapautetaan esitevelvoitteesta, jos ne eivät ylitä arvoltaan 10 prosenttia alkuperäisestä emissiosta.

13. Päätelmät

13.1. On suuri pettymys, ettei komissio kuullut markkina-toimijoita ennen direktiiviehdotuksen hyväksymistä. Kuten tässä lausunnossa osoitetaan, direktiivistä on monin paikoin otettu riittämättömästi huomioon nykyiset täysin tyydyttävät oikeus- ja markkinakäytännöt.

13.2. Direktiivin perusteluissa ja lehdistötiedotteessa esitetyt hyvin kannatettavat tavoitteet, joista on edellä tässä lausunnossa tehty pääpiirteittäinen yhteenvedo, eivät ole täysin yhdenmukaisia ehdotuksen yksityiskohtaisen direktiivitekstin kanssa, ja tämä herättää joukon huolenaiheita:

- Institutionaalisia anteja ja suunnattuja anteja koskevia esitevaatimuksia ei ole eriytetty riittävästi.
- Ellei asiaa korjata, luodaan institutionaalisille ja suunnatuille anneille työläitä ja tarpeettomia velvoitteita.
- Liikkeeseenlaskijan oikeus valita liikkeeseenlaskupaikka ("kotijäsenvaltioperiaate") poistetaan.
- Tämä aiheuttaa vaikeuksia liikkeeseenlaskijoille, jotka haluavat hankkia pääomaa muilla EU:n markkinoilla ja kansainvälisillä velkakirjamarkkinoilla, ja haittaa erityisesti eurolainamarkkinoita ja usean liikkeeseenlaskijan keskipitkän aikavälin velkakirjojen (Medium Term Note, MTN) markkinoita.

- Poistamalla vapaus toimivaltaisen viranomaisen valintaan aiheutetaan kalliiksi koituvia käännösvaatimuksia rajatylittävien liikkeeseenlaskujen yhteydessä.
- Tämä saattaa tehdä pääoman hankkimisesta yhtiön kotivaltion ulkopuolella vähemmän houkuttelevaa, mutta sen vuoksi direktiiviin on tarpeen liittää eräitä poikkeuksia, jotka keventävät lähinnä ammattisijoittajien hoitamien eurolainojen ja MTN-markkinoiden sääntelyä.
- Vaikka yritykset eivät tekisi uusia liikkeeseenlaskuja, ne joutuvat päivittämään tietonsa vuosittain, mikä aiheuttaa niille kustannuksia.
- Ehdotetun direktiivin suhde voimassa oleviin direktiiveihin on epäselvä.
- Vaikutukset ulkomaisiin liikkeeseenlaskijoihin ja säänneltyjen markkinoiden väliseen kilpailuun voivat olla haitallisia.

13.3. Epäselvyyksiä on myös muissa kysymyksissä, kuten toimivaltaisten viranomaisten valtuuksissa soveltaa vaatimuksiaan toimivalta-alueensa ulkopuolella, mainontaa koskevissa oikeudellisissa velvollisuuksissa ja ehdotetun direktiivin suhteessa sähköisestä kaupankäynnistä annettuun direktiiviin.

13.4. Siksi direktiivin yksityiskohtaista sanamuotoa tulee selkeyttää epäselvyyksien poistamiseksi. Direktiivissä tulee myös ottaa paremmin huomioon ammattimaisten velkakirjamarkkinoiden tarpeet ja suojella samalla piensijoittajien oikeutettuja etuja sisällyttämällä siihen poikkeuksia varsin työläästä sääntelyjärjestelmästä, joka on liian raskas ammattimaisia tukkimarkkinoita varten. Ilman näitä muutoksia haittaisi ehdotettu direktiivi markkinoiden yhdentymistä.

Bryssel, 17. tammikuuta 2002.

Talous- ja sosiaalikomitean

puheenjohtaja

Göke FRERICHS