



EUROOPAN YHTEISÖJEN KOMISSIO

Bryssel, 28.4.2004
KOM(2004) 312 lopullinen

KOMISSION TIEDONANTO NEUVOSTOLLE JA EUROOPAN PARLAMENTILLE

Selvitystoiminta Euroopan unionissa – Kehitysmahdollisuudet

KOMISSION TIEDONANTO NEUVOSTOLLE JA EUROOPAN PARLAMENTILLE

Selvitystoiminta Euroopan unionissa – Kehitysmahdollisuudet

SISÄLLYS

Johdanto

Nykytilanne

1. **Selvitys- ja toimitusjärjestelyt**
2. **Giovanninin raporteissa mainitut esteet**
3. **Yhteisen sääntely- ja valvontajärjestelmän puuttuminen**
4. **Yhtäläisten edellytysten puuttuminen**

Komission tavoitteet

Komission käytännön aloitteet

1. **Selvitystoimintaa käsittelevän neuvoo-antavan seurantaryhmän perustaminen**
2. **Puitedirektiivi tehokkaasta ja turvallisesta Euroopan laajuisesta selvitystoiminnasta**
 - 2.1 **Pääsyoikeus ja valinnanvapaus**
 - 2.2 **Yhteinen sääntely- ja valvontajärjestelmä**
 - 2.3 **Päätöksenteko- ja valvontajärjestelyt**
3. **Oikeudellisten ja vero-oikeudellisten erojen poistaminen**
 - 3.1 **Oikeusvarmuutta koskeva hanke**
 - 3.2 **Verotuskysymykset**
4. **Kilpailua koskevat kysymykset ja kilpailupolitiikka**

Päätelmät

JOHDANTO

Euroopan yhdentyneiden ja tehokkaiden pääomamarkkinoiden luominen on tällä hetkellä yksi tärkeimmistä ja kunnianhimoisista taloudellisista hankkeista Euroopan unionissa. Tavoitteessa on edistytty huomattavasti niin lainsäädäntötoimenpiteiden kuin markkinoiden yhdentymisenkin osalta sen jälkeen, kun rahoituspalveluiden toimintasuunnitelma käynnistettiin vuonna 1999.

Järjestelmän olennainen osa on arvopaperikauppojen loppuun saattamiseksi tarvittavien järjestelyjen (selvitystoiminnan) turvallisuus ja tehokkuus. Nämä piensijoittajille suurelta osin näkymättömät järjestelyt ovat kaikkien arvopaperimarkkinoiden ydin ja niiden moitteettoman toiminnan kannalta välttämättömiä.

Vaikka näiden prosessien ja mekanismien taustalla olevat käsitteet ovat varsin yksiselitteisiä, itse mekanismien käyttöönotto ja soveltaminen on erittäin monimutkaista varsinkin rajatylittävissä tilanteissa. Täysin kansallinen selvitystoiminta EU:ssa on varsin kustannustehokasta ja turvallista. Rajatylittävät järjestelyt ovat kuitenkin monimutkaisia ja hajanaisia, mikä lisää tuntuvasti kustannuksia, riskejä ja tehottomuutta. Tehottomat selvitys- ja toimitusjärjestelyt heikentävät toimijoiden kykyä ja halua käydä EU:ssa arvopaperikauppaa, vaikuttavat rahoitusmarkkinoiden likviditeettiin ja nostavat tarpeettomasti pääoman hintaa.

Siksi markkinavoimat vaativat huomattavaa tehostamista kaikkialla Euroopassa. Euron käyttöönotto ja tietotekniikan kehitys ovat lisänneet rajatylittävien kauppojen määrää ja suhteellista merkitystä. Rajatylittäviin selvitys- ja toimitusjärjestelyihin kohdistuvat vaatimukset ja odotukset ovatkin lisääntyneet tuntuvasti. Selvitys- ja toimituspalvelujen tarjoajat pyrkivät parantamaan tuloksia, vähentämään kustannuksia ja sijoittautumaan kaikkialle Eurooppaan joko itse tai sulautumien ja yhteenliittymien kautta, mikä on jo johtanut merkittäviin rakenneuudistuksiin. Sääntelyviranomaiset, valvontaviranomaiset ja yleisvalvojat toteuttavat samalla toimia, joilla parannetaan arvopapereiden selvitys- ja toimitusjärjestelmiin sovellettavien standardien selkeyttä ja yhtenäisyyttä, uudistetaan niiden valvontamenetelmiä markkinakehityksen aiheuttamien haasteiden varalta sekä lisätään turvallisuutta.

Komissio selvittää tässä tiedonannossa, millaisia toimia se aikoo toteuttaa selvitys- ja toimitusjärjestelyjen parantamiseksi. Komission lähestymistapa perustuu seuraaviin näkökohtiin:

- Tavoitteena ovat tehokkaat, yhdentyneet ja turvalliset arvopapereiden selvitystoiminnan markkinat.
- Arvopapereiden selvitys- ja toimitusjärjestelmien yhdentyminen edellyttää markkinavoimien ja viranomaisten yhteisiä toimia. Komissio pyrkii tältä osin edistämään yksityisen sektorin elinten, sääntelyviranomaisten ja lainsäätäjien yhteensovittamista, jotta toivottuun tulokseen päästäisiin mahdollisimman tehokkaasti.
- Yhdentyneessä, esteettömässä ympäristössä infrastruktuurin tarjoajilla ja asianomaisten palvelujen käyttäjillä pitäisi olla pääsy asianmukaisesti toimiluvan saaneeseen ja valvottuun selvitys- ja toimitusjärjestelmään, jossa noudatetaan täysin EU:n kilpailusääntöjä, ja niiden pitäisi voida valita haluamansa järjestelmä. Vapautetun

ympäristön luominen ja järjestelmien vastavuoroinen tunnustaminen edellyttävät EU:n tasolla sääntelytoimia, joihin kuuluu puitedirektiivin antaminen.

- Komissio noudattaa valtuuksiaan käyttäessään EY:n perustamissopimuksessa vahvistettuja toissijaisuus- ja suhteellisuusperiaatteita sekä markkinarakenteita koskevien lähestymistapojen monimuotoisuutta eri jäsenvaltioissa.
- EU:n selvitystoiminnalla olisi oltava selkeä, luotettava ja johdonmukainen oikeudellinen tuki.
- EU:n selvitystoiminnan yhdistämisen olisi oltava pääasiassa markkinalähtöistä, mutta siinä on otettava huomioon yleistä etua koskevat oikeutetut näkökohdat.

Komissio pyytää Euroopan parlamentilta, neuvostolta, Euroopan keskuspankilta, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealta, alueiden komitealta, kansallisilta sääntely- ja valvontaviranomaisilta, muilta EU:n ja kansallisilta järjestöiltä ja keskusjärjestöiltä, markkinatoimijoilta, yhteisösjoihtajilta, infrastruktuurin tarjoajilta sekä muilta asianosaisilta tätä tiedonantoa koskevia huomautuksia viimeistään 30. heinäkuuta 2004.

Se tekee vuoden 2005 aikana lopulliset päätökset toimintatavastaan ja mahdollisesti tarvittavien toimenpiteiden täsmällisestä sisällöstä.

NYKYTILANNE

1. Selvitys- ja toimitusjärjestelyt

Tässä tiedonannossa "selvityksellä ja toimituksella" (*clearing and settlement*) ja "selvitystoiminnalla" tarkoitetaan kaikkia arvopaperi- tai johdannaiskaupan¹ loppuun saattamiseksi tarvittavia järjestelyjä. Nämä järjestelyt kattavat monenlaisia laitoksia, välineitä, sääntöjä, menettelyjä, standardeja ja teknisiä toimenpiteitä.

Selvitys- ja toimitustehtäviä hoitavat lähinnä arvopaperikeskusten ja keskusvastapuolten kaltaiset laitokset. Arvopaperikeskukset hoitavat pääasiassa *toimitukseen* ja *säilytykseen* liittyviä tehtäviä, kun taas keskusvastapuolet hoitavat tavallisesti *selvitykseen* liittyviä tehtäviä. Arvopaperikeskukset ja keskusvastapuolet eivät yleensä ole tekemisissä piensijoittajien kanssa. Pääsyn näihin laitoksiin tarjoavat muut yhteisöt, nimittäin säilytysyhteisöt ja selvitysosapuolet, jotka toimivat selvitystoiminnan välittäjinä. Tietyt välittäjät eivät kuitenkaan välttämättä halua päästä suoraan näihin laitoksiin, vaan ne käyttävät siinä muita välittäjiä. Siksi välitysrakenne voi olla moniportainen.

Tiivistäen voidaan todeta, että arvopapereiden *selvitys- ja toimitusjärjestelmällä* tarkoitetaan kaikkia arvopaperikaupan loppuun saattamiseksi tarvittavia institutionaalisia järjestelyjä. Tästä laajasta järjestelmästä voidaan edelleen erottaa arvopapereiden toimitusjärjestelmät, keskusvastapuolet, säilytysyhteisöt ja selvitysosapuolet. Arvopapereiden toimitusjärjestelmien voidaan katsoa käsittävän kaikki toimitusta edeltäviä tehtäviä sekä toimitus- ja säilytystehtäviä hoitavat laitokset, ja keskusvastapuolet voidaan määritellä *selvitystehtävää* hoitaviksi laitoksiksi. Tässä tiedonannossa *selvitystehtävällä* tarkoitetaan toimintoja, joilla suojaudutaan mahdollisilta kaupan vastapuolen maksukyvyttömyydestä aiheutuvilta tappioilta

¹ Ellei toisin mainita, "kaupalla (kaupoilla)" tarkoitetaan sekä arvopaperi- että johdannaiskauppoja.

(jälleenhankintakustannusriski). Säilytysyhteisöt tarjoavat välityspalveluja *toimituksen* yhteydessä ja selvitysosapuolet *selvityksen* yhteydessä.

Perinteisesti *selvityksellä* on viitattu pääasiassa prosessiin, jossa lasketaan osapuolten keskinäiset netto- tai bruttomääräiset velvoitteet arvopaperivaihdon ja rahansiirron yhteydessä ennen toimitusta. Tähän prosessiin voi sisältyä myös nettoutus- ja novaatiojärjestely (velvoitenettoutus), joka toimii vastapuolille takauksena jälleenhankintakustannusriskiä vastaan. Koska näiden toimien riskiprofiili on erilainen, tässä tiedonannossa ensiksi mainittuja toimenpiteitä (ts. pelkkää keskinäisten velvoitteiden laskemista) pidetään toimitusta edeltävinä tehtävinä, kun taas jälkimmäiset tehtävät (eli toimenpiteitä, jotka tarjoavat vastapuolille takuun jälleenhankintakustannusriskiä vastaan) määritellään *selvittämiseksi*. Toisaalta *toimituksen* katsotaan sisältävän arvopapereiden siirron viimeinen vaihe myyjältä ostajalle ja varojen siirto ostajalta myyjälle.

Rajatylyttävät kaupat voidaan selvittää seuraavien kanavien kautta:

- 1) suora pääsy etäosallistumisen kautta ulkomaiseen arvopapereiden toimitusjärjestelmään
- 2) sellaisen säilytysyhteisön käyttö, jolla on suora tai välillinen pääsy – yleensä paikallisen osallistujan kautta – ulkomaiseen arvopapereiden toimitusjärjestelmään
- 3) sellaisen arvopaperikeskuksen tai kansainvälisen arvopaperikeskuksen² käyttö välittäjänä, jolla on suora tai välillinen pääsy ulkomaiseen arvopapereiden toimitusjärjestelmään.

Rajatylyttävissä tilanteissa arvopapereiden toimitusjärjestelmät voivat tarjota suoraa palvelua etäosallistujille niiden arvopapereiden osalta, joille ne ovat viimeinen toimituspaikka (edellä vaihtoehto 1). Kuten on jo mainittu, säilytysyhteisöt toimivat tavallisesti välittäjinä toimituksessa. Ne toimivat välittäjän ominaisuudessa myös rajatylyttävässä toimituksessa (edellä vaihtoehto 2). Myös arvopapereiden toimitusjärjestelmät voivat toimia välittäjän ominaisuudessa eli sijoittajana olevina arvopapereiden toimitusjärjestelminä niiden arvopapereiden osalta, joita säilytetään lopullisesti toisessa arvopapereiden toimitusjärjestelmässä, nimittäin liikkeeseenlaskijana olevassa arvopapereiden toimitusjärjestelmässä (edellä vaihtoehto 3).

Välittäjän ominaisuudessa toimivat arvopapereiden toimitusjärjestelmät ja säilytysyhteisöt kilpailevat siis keskenään ainakin periaatteessa rajatylyttävien toimituspalvelujen tarjoamisessa. Koska liikkeeseenlaskijana oleva arvopapereiden toimitusjärjestelmä voi tarjota suoran pääsyn etäosallistumisen kautta, se voi myös ainakin periaatteessa kilpailla sijoittajana olevien arvopapereiden toimitusjärjestelmien ja säilytysyhteisöjen kanssa rajatylyttävien toimituspalvelujen tarjoamisessa.³

² Kansainväliset arvopaperikeskukset ovat euro-obligaatioita käsitteleviä arvopapereiden toimitusjärjestelmiä. Ainoat kansainväliset arvopaperikeskukset ovat Euroclear Bank ja Clearstream Banking Luxembourg.

³ Sama koskee selvitystä keskusvastapuolen kautta. Rajatylyttävä selvitys voidaan toteuttaa joko etäosallistumisen kautta tai käyttämällä yleisen selvitysosapuolen tai toisen keskusvastapuolen palveluja. Viimeksi mainitussa tapauksessa ulkomainen keskusvastapuoli kohtelee "sijoittajana olevaa keskusvastapuolta" osallistujana ja pyytää sen asemaan suhteutettua katetta.

Kauppojen loppuun saattamista koskevia EU:n nykyisiä järjestelyjä pidetään yleisesti tehokkaina kansallisella tasolla mutta erittäin tehottomina rajatylittävällä tasolla. EU:n arvopapereiden selvitys- ja toimitusjärjestelmät ovat kehittyneet aikanaan täysin kansallisesti, sillä rajatylittävä kaupankäynti on ennen ollut erittäin vähäistä. Arvopapereiden toimitusjärjestelmille ja keskusvastapuolille luonteenomaisten suurten mittakaavaetujen ja tuotevarioinnin etujen takia kansallisissa järjestelmissä on tapahtunut yhdistymistä, jolloin on syntynyt monopoliasemassa tai lähes monopoliasemassa olevia kansallisia yhteisöjä, jotka toimivat yhtenäisten teknisten sääntöjen sekä yhtenäisen sääntelyjärjestelmän ja lainsäädännön mukaisesti.

EU:n rajatylittävien järjestelyjen tehottomuuden syynä ovat maailmanlaajuisten teknisten standardien puuttuminen, liiketoimintakäytäntöjen erilaisuus sekä verotusjärjestelmien, lainsäädännön ja sääntelyjärjestelmien epäjohtamukaisuus. Siksi rajatylittävä *selvitystoiminta* EU:ssa on paljon kalliimpaa ja monimutkaisempaa kuin täysin kansallisella tasolla ja mahdollisesti turvattomampaa. Hajanaista markkinarakennetta ei voida enää hyväksyä, koska sijoitusstrategiat perustuvat yhä enemmän Euroopan laajuisiin, toimialakohtaisiin näkökohtiin ja koska parhaillaan luodaan EU:n yhteisiä rahoitusmarkkinoita.

Euroopan parlamentin tammikuussa 2003 antamassa päätöslauselmassa⁴ korostettiin, että nykyiset selvitys- ja toimitusjärjestelyt eivät mahdollista rajatylittävien transaktioiden tehokasta käsittelyä ja tämän vuoksi on mahdotonta hyödyntää täysimääräisesti rahoituspalvelujen sisämarkkinoita. Parlamentti totesi, että markkinoiden nykyisen tilanteen vuoksi on välttämätöntä laatia direktiiviehdotus. Parlamentti ehdotti, että arvopaperikeskusten riski olisi rajattava operatiiviseen riskiin ja arvopaperikeskusten tarjoamat lisäarvopalvelut olisi erotettava muusta toiminnasta. Lisäksi komissiota kehoitetaan tarkastelemaan perusteellisesti Yhdysvaltojen esimerkkiä toimitus-, selvitys- ja säilytystehtävien yhdenmukaistetuista puitteista. Näistä syistä komissio kehottaa nyt kaikkia asianomaisia osapuolia esittämään kommentteja tästä parlamentin ehdotuksesta.

2. Giovanninin raporteissa mainitut esteet

Alan ongelmiin on viime aikoina kiinnitetty paljon huomiota. Tätä aihetta käsittelevistä raporteista *Giovanninin ryhmän* kahdessa raportissa mainittiin hajanaisuuden ja tehottomuuden suurimmiksi syiksi 15 estettä, jotka jaettiin teknisiin tai markkinakäytännöistä johtuviin esteisiin, verotusmenettelyistä johtuviin esteisiin ja oikeudellisiin esteisiin (ns. Giovanninin esteet).⁵ Raporteissa todettiin, että ellei esteitä poisteta, EU:n selvitys- ja toimitusympäristö pysyy rinnakkaisena kotimaisille, yhdentymättömille markkinoille.⁶

Kaikki Giovanninin esteet vaikeuttavat EU:n arvopapereiden selvitys- ja toimitusjärjestelmien yhdentymistä, mutta ne vaikuttavat eri tavoin rajatylittävän selvitystoiminnan toteutumiseen.

⁴ Euroopan parlamentin päätöslauselma komission tiedonannosta neuvostolle ja Euroopan parlamentille: Selvitystoiminta Euroopan unionissa – Keskeiset kysymykset ja tulevaisuuden haasteet.

⁵ Luettelo Giovanninin raporteissa mainituista esteistä, ks. liite 1. Giovanninin kahden raportin koko teksti on saatavissa komission www-sivustolta, joten raportteja ei käsitellä lähemmin tässä tiedonannossa.

⁶ Giovanninin ryhmän mainitsemien esteiden merkitystä sekä yhteisen sääntely- ja valvontajärjestelmän ja yhtäläisten edellytysten puuttumista arvopapereiden selvitys- ja toimitusjärjestelmissä (ks. jäljempänä) tarkasteltiin *selvitystoimintaa* käsitelleessä komission ensimmäisessä tiedonannossa "Selvitystoiminta Euroopan unionissa – Keskeiset kysymykset ja tulevaisuuden haasteet" (KOM(2002) 257, 28.5.2002), joka on saatavissa osoitteessa http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/clearing/index.htm.

Raporteissa todetaan, että yksi tärkeimmistä yhdentymisen esteistä liittyy selvitystoiminnan sijaintipaikkaa koskeviin rajoituksiin. Rajoitukset estävät markkinatoimijoita pääsemästä vapaasti selvitystoiminnan sijaintipaikkaan ja valitsemasta sitä, joten ne poistavat erään kilpailun lisäämisen ja tehostamisen välttämättömän edellytyksen rajatylittävien palvelujen tarjoamisessa.

Vaikka kaikki selvitystoiminnan sijaintipaikkaa koskevat esteet poistettaisiin, muut Giovanninin ryhmän mainitsemat esteet rajoittaisivat edelleen pääsyoikeuden ja valinnanvapauden tosiasiallista käyttämistä. Esimerkiksi tietyt esteet tekevät paikallisten osallistujien käytöstä pääsyssä ulkomaisiin arvopapereiden toimitusjärjestelmiin houkuttelevaa tai jopa pakollista. Tämä koskee kaikkia toimia, jotka edellyttävät erityistietämystä tai paikallista asiantuntemusta (esimerkiksi kansalliset erot välittäjän hallinnassa oleviin arvopapereihin kohdistuvien oikeuksien kohtelussa, yhtiöoikeudellisissa toimituksissa ja arvopapereiden liikkeeseenlaskukäytännöissä) tai joissa paikallinen osallistuminen on pakollista (esimerkiksi jäsenvaltioiden säännöt, joissa lähdeveron periminen annetaan yksinomaan paikallisten välittäjien tehtäväksi). Tämä estää ulkomaisia sijoittajia tai välittäjiä tosiasiallisesti käyttämästä rajatylittäviä toimituskanavia muuten kuin paikallisten osallistujien kautta.

Toiset esteet vaikeuttavat tosiasiallisesti arvopapereiden toimitusjärjestelmien käyttöä välittäjinä rajatylittävissä toimituksissa. Yhtenä esimerkkinä näistä esteistä on transaktiomaksujen periminen ainoastaan paikalliseen arvopapereiden toimitusjärjestelmään sisällytetyn toiminnon kautta. Toisen järjestelmän käyttäminen saattaisi merkitä korotettuja transaktiomaksuja. Markkinatoimijat eivät siksi kustannussyistä voi käyttää haluamaansa toimituspaikkaa.

Muut esteet aiheuttavat lisäkustannuksia ja/tai riskejä kansalliseen *selvitystoimintaan* verrattuna (esimerkiksi tietotekniikassa ja käyttöliittymissä olevat erot). Näiden esteiden poistaminen vähentää kustannusten ja riskien kokonaiseroja rajatylittävän ja kansallisen selvitystoiminnan välillä.

3. Yhteisen sääntely- ja valvontajärjestelmän puuttuminen

Toinen Euroopan arvopapereiden selvitys- ja toimitusjärjestelmille luonteenomainen piirre on sovitun yhteisen sääntely- ja valvontajärjestelmän puuttuminen. Viranomaisilla on vastuu arvopapereiden selvitys- ja toimitusjärjestelmien turvallisuudesta sekä sijoittajansuojan että järjestelmän vakauden kannalta. Myös rajatylittävissä järjestelmissä kansallisten viranomaisten on voitava luottaa siihen, että kaikkia niihin liitettyjä ulkomaisia järjestelmiä säännellään ja valvotaan asianmukaisesti.

Yhteisen sääntelyjärjestelmän puuttuessa sääntelyviranomaiset voivat evätä pääsyn ulkomaisiin järjestelmiin tai vastustaa niiden käyttöä, jotta voidaan turvata markkinoiden moitteeton toiminta ja rahoitusjärjestelmän vakaus.

Edellä mainituista syistä Euroopan keskuspankkijärjestelmä (EKPJ) ja Euroopan arvopaperimarkkinavalvojien komitea (CESR) ovat perustaneet yhteisen työryhmän, ***EKPJ:n ja CESR:n työryhmän***, kehittämään yhteisiä standardeja selvitys- ja toimituspalveluja EU:ssa tarjoaville yhteisöille. Työ perustuu CPSS:n ja IOSCO:n⁷ suosituksiin⁸, joita on mukautettu

⁷ G10-maiden keskuspankkien maksu- ja selvitysjärjestelmäkomitea (Committee on Payment and Settlement Systems) ja arvopaperimarkkinavalvojien kansainvälinen järjestö (International Organisation of Securities Commissions).

Euroopan tilanteeseen. EKPJ ja CESR julkaisivat standardiluonnokset kuulemista varten heinäkuussa 2003.⁹ Standardit eivät ole pakollisia, joten ne eivät syrjäytä toimivaltaisten kansallisten viranomaisten antamia kansallisia oikeussääntöjä, jotka voivat vaikuttaa niiden täytäntöönpanoon.

4. Yhtäläisten edellytysten puuttuminen

Arvopapereiden selvitys- ja toimitusjärjestelmiä koskevan asianmukaisen lainsäädännön puuttuminen EU:ssa ja se, että tietyillä selvitys- ja toimituspalveluja tarjoavilla laitoksilla on pankin tai sijoituspalveluyrityksen toimilupa, aiheuttavat kaksi yhtäläisiin edellytyksiin liittyvää merkittävää ongelmaa.

Vaikka pankit ja sijoituspalveluyritykset voivat tarjota rajatylittäviä säilytys- ja toimituspalveluja sijoituspalveludirektiivin mukaisen toimiluvan perusteella, vastaavaa oikeutta ei ole sellaisilla selvitys- ja toimituspalvelujen tarjoajilla, jotka eivät ole pankkeja tai sijoituspalveluyrityksiä.

Eroja on myös selvitys- ja toimituspalvelujen tarjoajiin sovellettavissa vakavaraisuusvaatimuksissa. Eroja on etenkin pankin toimiluvan saaneiden yhteisöjen ja muiden yhteisöjen välillä. Koska tätä alaa ei ole yhdenmukaistettu, eroja on myös niiden selvitys- ja toimituspalveluja tarjoavien yhteisöjen keskuudessa, joilla ei ole pankin toimilupaa.

Vaikka markkinoilla saattaa lisäksi toimia pankin toimiluvan omaavia yhteisöjä, jotka voivat tarjota välitys- ja pankkipalveluja sekä päätoimintanaan omaisuudenhoito- ja selvityspalveluja, säilytisyhteisöillä ei kaikissa jäsenvaltioissa kuitenkaan ole samanlaisia oikeuksia.

KOMISSIION TAVOITTEET

Komission ensisijaisena tavoitteena on luoda tehokkaat ja turvalliset EU:n arvopapereiden selvitys- ja toimitusjärjestelmät, joissa varmistetaan yhtäläiset edellytykset selvitys- ja toimituspalvelujen tarjoajien välillä. Komissio katsoo, että tavoitteen saavuttaminen edellyttää seuraavia toimenpiteitä ja politiikkoja:

- (a) **vapautetaan ja yhdennetään** nykyiset arvopapereiden selvitys- ja toimitusjärjestelmät siten, että otetaan käyttöön kattava pääsyoikeus kaikilla tasoilla ja poistetaan rajatylittävän selvitystoiminnan nykyiset esteet
- (b) harjoitetaan edelleen **kilpailupolitiikkaa**, jotta voidaan poistaa rajoittavat markkinakäytännöt ja valvoa toimialan yhdistymistä
- (c) otetaan käyttöön **yhteinen sääntely- ja valvontajärjestelmä**, jossa varmistetaan rahoitusjärjestelmän vakaus ja sijoittajansuoja ja joka johtaa järjestelmien vastavuoroiseen tunnustamiseen
- (d) pannaan täytäntöön asianmukaiset **päätöksenteko- ja valvontajärjestelyt**.

⁸ "Recommendations for Securities Settlement Systems, Report of the CPSS-IOSCO Task Force on Securities Settlement Systems", marraskuu 2001.

⁹ "Consultative Report: Standards for Security Clearing and Settlement Systems in the European Union", heinäkuu 2003.

EU:n *vapautetut ja yhdentyneet* arvopapereiden selvitys- ja toimitusjärjestelmät edellyttävät, että markkinoilla, selvitys- ja toimituspalvelujen tarjoajilla sekä sijoittajilla on käytössään kaikki rajatylittävän selvitystoiminnan vaihtoehdot. Kilpailu voi olla tehokasta ja vaikuttaa myönteisesti hintojen alenemiseen ja taloudelliseen tehokkuuteen vasta sitten, kun ne voivat vapaasti valita rajatylittävien kauppojen selvitys- ja toimitustavan.

Jotta niillä olisi tällainen valinnanvapaus, on varmistettava pääsy järjestelmästä toiseen. Komissio katsookin, että EU:n vapautettujen ja yhdentyneiden selvitystoiminnan markkinoiden luominen edellyttää kattavan valinnanvapauden ja pääsyoikeuden myöntämistä kaikille selvitys- ja toimituspalvelujen tarjoajille, keskusvastapuolet ja arvopapereiden toimitusjärjestelmät mukaan luettuina. Ne puuttuvat vielä, ja ne puuttuvat myös uudesta sijoituspalveludirektiivistä, sillä selvitystoiminnan sijaintipaikassa on vielä kansallisia ja kaupallisia rajoituksia.

Kattavan pääsyoikeuden ja valinnanvapauden käyttöönotto ei kuitenkaan ole tehokasta tai riittävää, ellei poisteta kaikkia Giovanninin raporteissa mainittuja jäljellä olevia esteitä. On välttämätöntä poistaa tekniset tai markkinakäytännöistä johtuvat esteet, verotusmenettelyistä johtuvat esteet ja oikeudelliset esteet, jotta selvitystoiminnan yhdentyminen toteutuisi EU:ssa. Siksi komissio kannattaa kahdessa Giovanninin raportissa omaksuttua yleistä lähestymistapaa. Komissio puoltaa myös Giovanninin ryhmän ehdotusta, jonka mukaan esteet olisi poistettava yksityisen ja julkisen sektorin yhteisin toimin sekä asianmukaisessa järjestyksessä.

Toinen rajatylittävän selvitystoiminnan merkittävä este, joka viranomaisten on poistettava, liittyy arvopaperikauppojen käteisvaiheen toimitukseen. Eurojärjestelmän kansallisten keskuspankkien etäosallistujilla ei nykyisin ole pääsyä näiden keskuspankkien kansallisille osallistujille tarjoamaan päivänsisäiseen luottoon. Tämä ei vaikeuta arvopapereiden toimitusta TARGET-järjestelmän¹⁰ aukioloaikana, sillä TARGET-järjestelmän osallistujat voivat helposti siirtää varoja tililtä toiselle. Se on kuitenkin ongelma TARGET-järjestelmän aukioloajan ulkopuolella etenkin silloin, kun arvopapereiden toimitusjärjestelmillä on yön yli -selvitysprosesseja.

Komissio katsoo, että arvopaperikauppojen käteisvaiheen rajatylittävästä toimituksesta olisi yleisesti ottaen tehtävä mahdollisimman helppoa eurojärjestelmän ja EU:n muiden keskuspankkien tavoitteiden mukaisesti esimerkiksi siten, että pankit voisivat keskittää likviditeetin yhdelle keskuspankkitalille ja siirtää sitten varat arvopapereiden toimitusjärjestelmien aukioloaikana tai vaihtoehtoisesti käyttää yhtä ainoaa tiliä – tämä on mahdollista suunnitellun parannetun TARGET-järjestelmän (TARGET 2 -järjestelmän¹¹) käyttöönoton jälkeen – toimituksessaan EU:ssa.¹²

Vaikka markkinoiden vapauttaminen ja yhdentyminen ovat koko prosessin olennaisia osia, ne eivät riitä varmistamaan tehokkaita arvopapereiden selvitys- ja toimitusjärjestelmiä Euroopassa. Toimivaltaisten viranomaisten olisi myös varmistettava, että selvitys- ja

¹⁰ TARGET on reaaliaikaisten bruttomaksujärjestelmien Euroopan laajuinen verkosto.

¹¹ EKP, "TARGET 2: Periaatteet ja rakenne", 16.12.2002. TARGET 2 -järjestelmä tarjoaa mahdollisuuden kansallisten järjestelmien teknisten alustojen yhdistämiseen, ja tätä mahdollisuutta voivat käyttää "ne keskuspankit, jotka päättävät luopua omasta alustastaan". Yhdistäminen helpottaa epäilemättä rajatylittävää toimitusta.

¹² CESR:n ja EKPJ:n kuulemisasiakirjassa esitetään vastaava suositus keskuspankeille, kun niitä kehoitetaan "tehostamaan keskuspankkirahan tarjoamista koskevaa mekanismia esimerkiksi pidentämällä käteissiirtojärjestelmän aukioloaikaa ja helpottamalla pääsyä keskuspankkien kassatileihin".

toimituspalvelujen tarjoajat noudattavat täysimääräisesti *kilpailulainsäädäntöä*. Nykyisten arvopapereiden selvitys- ja toimitusjärjestelmien yhdentymisen voi lisätä tehokkuutta. Siksi arvopapereiden selvitys- ja toimitusjärjestelmissä ei saisi omaksua kilpailua rajoittavia käytäntöjä, kuten vilpillistä pääsyn epäämistä tai liiallista ja/tai syrjivää hinnoittelua.

Komissio katsoo, että edellä mainittujen toimien lisäksi EU:ssa on otettava käyttöön *yhteinen sääntely- ja valvontajärjestelmä*. Tällainen järjestelmä lisää arvopapereiden selvitys- ja toimitusjärjestelmien turvallisuutta sekä mahdollistaa niiden vastavuoroisen tunnustamisen. Kaikkien kaupankäynnin jälkeisten järjestelyjen turvallinen toiminta on olennaista rahoitusmarkkinoiden turvallisuuden ja koko rahoitusjärjestelmän vakauden kannalta. Arvopapereiden selvitys- ja toimitusjärjestelmien osallistujiin kohdistuu monenlaisia riskejä.¹³ Jos yhden osallistujan toimituksen epäonnistuminen estää muita osallistujia täyttämästä velvoitteitaan, arvopapereiden selvitys- ja toimitusjärjestelmä voi olla rahoitusjärjestelmässä merkittävä epävakauden aiheuttaja.

Koska arvopapereiden selvitys- ja toimitusjärjestelmissä olevia arvopapereita käytetään maksujen turvaamiseen suurten maksujen järjestelmissä ja vakuutena rahapoliittisissa operaatioissa, niiden turvallisuus ja tehokkuus ovat erittäin tärkeitä myös maksujärjestelmien ja rahapolitiikan tehokkuuden kannalta.

Lisäksi on välttämätöntä saattaa arvopaperikaupat loppuun nopeasti ja tehokkaasti kaupankäynnin ehtojen mukaisesti. Jos sijoittajat mieltävät arvopapereiden selvitys- ja toimitusjärjestelmät turvattomiksi, ne eivät ole halukkaita osallistumaan näissä järjestelmissä käsiteltäviin rahoitustoimiin. Tämä vaikuttaa suoraan rahoitusmarkkinoiden likviditeettiin ja välillisesti pääoman hintaan.

Edellä mainituista syistä sääntelyviranomaiset voivat nykyisessä sääntelyjärjestelmässä evätä pääsyn ulkomaisiin järjestelmiin tai vastustaa niiden käyttöä, elleivät ne luota siihen, että niiden vastuulla olevien markkinoiden moitteeton toiminta ja rahoitusjärjestelmän vakaus voidaan turvata.

Komissio katsoo, että tämä näkökohta olisi otettava huomioon ja että arvopapereiden selvitys- ja toimitusjärjestelmien vapauttamisen ja yhdentymisen lisäksi tarvitaan yhteinen sääntely- ja valvontajärjestelmä, joka lisää EU:n selvitys- ja toimitusympäristön turvallisuutta ja joka johtaa samalla järjestelmien vastavuoroiseen tunnustamiseen.

Toteuttamalla pääsyn vapauttamista ja yhteisen sääntely- ja valvontajärjestelmän käyttöönottoa koskevia toimenpiteitä luodaan myös yhtäläiset edellytykset, sillä näin poistetaan pääsyoikeudessa ja vakavaraisuusvaatimuksissa olevat nykyiset erot pankin toimiluvan saaneiden ja muiden selvitys- ja toimituspalvelujen tarjoajien väliltä. Samoja toimintoja olisi kohdeltava samoin (ns. toiminnallinen lähestymistapa) niitä hoitavista laitoksista riippumatta. Tämä lähestymistapa edellyttää *selvitys- ja toimitus*prosessiin kuuluvia toimintoja koskevien yhteisten määritelmien hyväksymistä. Se ei kuitenkaan edellytä tehtävien eriyttämistä tässä vaiheessa. Osapuolia pyydetään kuitenkin kommentoimaan tällaista lähestymistapaa niiden järjestelyjen näkökulmasta, joita jo sovelletaan erällä eurooppalaisilla kotimaanmarkkinoilla ja joissa erotellaan toisistaan päätoimintana tarjotut palvelut ja pankkitehtävät.

¹³ Näihin riskeihin kuuluvat likviditeettiriski, luottoriski, säilytysriski, toiminnallinen riski ja oikeudellinen riski. Näitä kysymyksiä tarkastellaan perusteellisesti CPSS:n ja IOSCO:n suosituksissa.

Myös viranomaisten huoli arvopapereiden toimitusjärjestelmien ja keskusvastapuolten turvallisuudesta sekä niiden mahdollisista kilpailua rajoittavista käytännöistä voidaan osittain ratkaista etukäteen tehokkaiden **päätöksenteko- ja valvontajärjestelyjen** avulla. Tällaisten järjestelyjen on katsottava täydentävän edellä mainittua politiikkaa, nimittäin kilpailupolitiikkaa sekä tehokasta sääntelyä ja valvontaa.

Selvitystoimintaa koskevan komission politiikan painopisteitä ovat siis a) nykyisten arvopapereiden selvitys- ja toimitusjärjestelmien **vapauttaminen ja yhdentyminen**, b) **kilpailupolitiikan** harjoittaminen, c) **yhteisen sääntely- ja valvontajärjestelmän** (ml. määritelmät) käyttöönotto ja d) asianmukaisten **päätöksenteko- ja valvontajärjestelyjen** käyttöönotto.

* * *

Arvopapereiden toimitusjärjestelmien ja keskusvastapuolten yhdistymisen pitäisi nopeutua, kun kaikki tarvittavat toimenpiteet on toteutettu. Komissio on samaa mieltä sekä Lamfalussin että Giovanninin raporttien päätelmistä, joiden mukaan yhdistymisen on oltava markkinalähtöistä.

Komissio katsoo, että niin kauan kuin sääntelyä ja valvontaa sekä kilpailupolitiikkaa koskevat asianmukaiset suojatoimenpiteet toteutetaan, sen pitäisi suhtautua puolueettomasti sellaisiin rakenteellisiin kysymyksiin kuin a) yhdistymisen aste ja muoto (joko horisontaalinen tai vertikaalinen) sekä b) arvopapereiden toimitusjärjestelmien ja keskusvastapuolten mahdollisuus tarjota välitys- ja/tai pankkipalveluja. Jos nämä suojatoimenpiteet toteutetaan, komissio pidättäytyy ehdottamasta tai edellyttämästä mitään tiettyä markkinarakennetta ja/tai institutionaalista rakennetta. Se pidättäytyy myös ehdottamasta tai edellyttämästä minkäänlaista arvopapereiden toimitusjärjestelmien tai keskusvastapuolten mahdollisesti tarjoamien välitys- ja pankkitoimintojen eriyttämistä. Markkinavoimat ratkaisevat *selvitystoimintaa* koskevan toimialan "lopullisen" rakenteen. Markkinat – eivät sääntelyviranomaiset – pystyvät parhaiten päättämään toimialan rakenteesta sekä markkinoiden tarpeita parhaiten vastaavasta yhdistymisen ja yhdentymisen yhdistelmästä.

Viranomaisten yleisenä päämääränä pitäisi olla prosessin helpottaminen siten, että markkinavoimia rohkaistaan ja samalla otetaan huomioon yleistä etua koskevat tavoitteet. Tällaiset yleistä etua koskevat tavoitteet on otettava huomioon suunnitellussa yhteisessä sääntely- ja valvontajärjestelmässä, nykyisen kansallisen ja yhteisön kilpailulainsäädännön täysimääräisessä noudattamisessa ja täytäntöönpanossa sekä asianmukaisten päätöksenteko- ja valvontajärjestelyjen täytäntöönpanossa.

KOMISSION KÄYTÄNNÖN ALOITTEET

Edellä kuvatun tavoitteen saavuttaminen – toisin sanoen sellaisten tehokkaiden ja turvallisten EU:n arvopapereiden selvitys- ja toimitusjärjestelmien luominen, joissa varmistetaan yhtäläiset edellytykset selvitys- ja toimituspalvelujen tarjoajien välillä – on pitkä ja monimutkainen prosessi, joka edellyttää markkinainfrastruktuurien, markkinatoimijoiden, sääntelyviranomaisten ja lainsäätäjien yhteisiä toimia. Komissio katsoo, että sillä on oltava keskeinen tehtävä tarvittavan poliittisen kimmokkeen antamisessa, toimien yhteensovittamisessa sekä lainsäädäntöehdotusten tekemisessä, jotta saadaan aikaan tarvittava lainsäädäntö.

Edellä todetun perusteella komissio ehdottaa seuraavaa:

- (a) **Perustetaan neuvoa-antava seurantaryhmä.** Komissio aikoo perustaa neuvoa-antavan seurantaryhmän käsittelemään kaikkia Giovanninin esteitä, joista yksityissektorilla on yksinomainen tai yhteinen vastuu, sekä edistämään yleistä yhdentymistä ja vapauttamista.
- (b) **Tehdään ehdotus selvitystoimintaa koskevaksi direktiiviksi.** Komission mielestä on välttämätöntä täydentää Giovanninin esteiden markkinalähtöistä poistamista oikeudellisesti varmallalla lainsäädännöllä, joka turvaa arvopapereiden selvitys- ja toimituspalvelujen tarjoamisen vapauden kaikkialla EU:ssa yhteisten vaatimusten mukaisesti. Tällainen järjestelmä varmistaa selvitystoiminnan sijaintipaikkaa koskevien rajoitusten ja esteiden poistamisen. Lisäksi se varmistaa kansallisten järjestelmien vastavuoroisen tunnustamisen kotivaltioperiaatteen nojalla. Direktiivin pitäisi olla puitedirektiivi, joten siinä pitäisi vahvistaa ainoastaan yleiset periaatteet Lamfalussyn prosessin mukaisesti.
- (c) **Käsitellään oikeudellisia kysymyksiä ja verotuskysymyksiä.** Komissio aikoo perustaa asiantuntijaryhmiä, jotka tarkastelevat yhdentymisen oikeudellisia ja verotuksellisia esteitä, arvioivat tilanteen sekä ehdottavat tarvittaessa menetelmiä kansallisten säädösten ja/tai menettelyjen yhdenmukaistamiseksi.
- (d) **Varmistetaan kilpailulainsäädännön tehokas täytäntöönpano.** Komissio ja kansalliset kilpailuviranomaiset käsittelevät kilpailua rajoittavia markkinakäytäntöjä, kuten vilpillistä pääsyn epäämistä sekä liiallista ja/tai syrjivää hinnoittelua, ja ne valvovat samalla nykyisiä monopoliasemia ja toimialan yhdistymistä sekä ryhtyvät tarvittaessa toimiin.

Neuvoa-antavan seurantaryhmän sekä oikeudellisia kysymyksiä ja verotuskysymyksiä käsittelevien asiantuntijaryhmien perustamista on pidettävä ensisijaisena.

1. Selvitystoimintaa käsittelevän neuvoa-antavan seurantaryhmän perustaminen

Kun tarkastellaan komission tavoitteiden saavuttamiseksi tarvittavia toimenpiteitä ja politiikkoja, nykyisten arvopapereiden selvitys- ja toimitusjärjestelmien yhdentymisen edellyttää entistä parempaa yhteensovittamista yksityisen ja julkisen sektorin elinten välillä. Yhdentymisen esteiden poistamiseksi tarvitaan näiden elinten toimia ja synergiaa.

Yksityisen ja julkisen sektorin toimien käynnistäminen vaikuttaa merkittävästi selvitys- ja toimitustehtävien hoitamiseen kaikkialla EU:ssa. Prosessien, politiikkojen ja asenteiden on muututtava. Komissio on myös tietoinen siitä, että markkinatoimijoiden edut eivät välttämättä ole yhteneviä, koska niillä on erilaisia tehtäviä ja ne tarjoavat erilaisia palveluja. Joiltakin niistä osallistuminen avoimille ja yhdentyneille markkinoille vaatii huomattavia investointeja, kun taas joillekin riski tiettyjen liiketoiminta-alueiden menettämisestä kilpailulle on merkittävä. Tämä saattaa aiheuttaa viivästyksiä ja kitkaa, kun otetaan käyttöön ja hyväksytään toimenpiteitä erilaisten esteiden poistamiseksi.

Näistä syistä kaikki prosessissa mukana olevat elimet on saatava vakuuttuneiksi erityistoimien tarpeellisuudesta. Tarvitaan vahvaa poliittista johtajuutta. Lisäksi on seurattava koko prosessin tuloksia, jotta ponnistelut ovat tehokkaita ja jotta prosessin yleinen päämäärä ja suunta pysyvät muuttumattomina.

Jotta vaadittuihin tuloksiin päästäisiin, komissio kannattaa epävirallisen neuvoa-antavan seurantaryhmän perustamista. Tämä ehdotus vastaa Giovanninin asiantuntijaryhmän antamia

suosituksia, joiden mukaan koko hankkeen onnistumisen kannalta olisi suositeltavaa ottaa käyttöön yhteensovittamis- ja seurantamekanismi.

Ryhmällä olisi seuraavat tehtävät yhdessä komission kanssa:

- a) Se **edistää** koko hanketta ja **tarjoaa** yleisölle kaikki tarvittavat selvitykset ja raportit uudistuksen vaiheista, jotta voidaan varmistaa jatkuva avoimuus.
- b) Se **toimii foorumina** sekä julkisen että yksityisen sektorin elimille, jotta ne voivat olla varmoja edistymisestä.
- c) Se **pitää yhteyttä** asiantuntijaryhmiin, jotka käsittelevät oikeudellisia esteitä ja verotusmenettelyistä johtuvia esteitä (ks. 3 kohta).
- d) Se **avustaa epävirallisesti** komissiota.
- e) Se **liittää toisiinsa** prosessissa mukana olevat yksityisen ja julkisen sektorin elimet, jotta voidaan
 - määrittää erilaisten esteiden keskinäiset yhteydet
 - sovittaa yhteen yksityiskohtaisia toimintasuunnitelmia ja varmistaa koko täytäntöönpanoprosessin johdonmukaisuus
 - seurata toimien edistymistä ja jaksottamista.
- (f) Se **pitää yhteyttä** G30-ryhmään ja muihin kansainvälisiin elimiin, jotta voidaan varmistaa EU:n aloitteiden johdonmukaisuus kansainvälisellä tasolla toteutettavien aloitteiden kanssa.

Selvitystoimintaa käsittelevän neuvoa-antavan seurantaryhmän pitäisi koostua tässä hankkeessa mukana olevien yksityisten ja julkisten elinten, kuten EKPJ:n ja CESR:n, korkean tason edustajista.

Komissio toimii ryhmän puheenjohtajana. Ryhmän on tarkoitus tavata vähintään kaksi kertaa vuodessa ja nimetä erityisiä alaryhmiä, jotka vastaavat prosessin eri osa-alueista.

2. Puitedirektiivi tehokkaasta ja turvallisesta Euroopan laajuisesta selvitystoiminnasta

Teknisten ja markkinakäytännöistä johtuvien esteiden poistaminen, jossa vastuu on osittain yksityisellä sektorilla, on välttämätön muttei ainoa edellytys vapautettujen ja yhdentyneiden kilpailuun perustuvien kaupankäynnin jälkeisten toimintojen markkinoiden luomisessa EU:ssa. Komissio katsoo, että tämän tavoitteen saavuttamiseksi on annettava puitedirektiivi, jossa käsitellään seuraavia kysymyksiä:

- kattava pääsyoikeus ja valinnanvapaus
- yhteinen sääntelyjärjestelmä
- asianmukaiset päätöksenteko- ja valvontajärjestelyt.

2.1 Pääsyoikeus ja valinnanvapaus

Yhdentyneen arvopapereiden selvitys- ja toimitusjärjestelmän luominen perustuu suurelta osin siihen, että selvitys- ja toimituspalvelujen tarjoajilla on käytännössä vapaa ja syrjimätön pääsy haluamaansa selvitystoiminnan sijaintipaikkaan. Komission ensimmäiseen tiedonantoon saatujen vastausten perusteella on selvää, että pääsyoikeudessa ja valinnanvapaudessa on yhä tiettyjä rajoituksia. Ne juontavat usein juurensa kansallisista oikeussäännöistä tai niiden tulkinnasta. Esimerkkeinä ovat säädökset, joiden mukaan pörssikaupat on toimitettava sidosjärjestelmässä tai joissa paikallisille pankeille annetaan erioikeuksia arvopaperisalkun toimituksessa ja hoidossa. Nämä tai vastaavat monenlaisiin kansallisiin säädöksiin sisältyvät suorat tai välilliset rajoitukset voidaan poistaa todennäköisesti tehokkaimmin antamalla puitedirektiivi, jossa säädetään kattavasta pääsyoikeudesta ja valinnanvapaudesta sekä niiden käyttämisen ehdoista. Vaihtoehto – kansallisten lainsäätäjien tai sääntelyviranomaisten vapaaehtoiset toimet – ei olisi oikeudellisesti läheskään yhtä varma, eikä se välttämättä takaisi EU:n laajuista vapauttamista lähiaikoina.

Vaikka EU on ryhtynyt käsittelemään tätä kysymystä yhteisön lainsäädännössä, on tehtävä vielä paljon, ennen kuin saadaan aikaan aidosti vapautettu ja yhdentynyt rajatyöttävien kaupankäynnin jälkeisten toimintojen ympäristö. Nykyisessä sijoituspalveludirektiivissä¹⁴ säädetään, että toimiluvan saaneilla yrityksillä, nimittäin sijoituspalveluyrityksillä ja pankeilla, on kaikkialla EU:ssa oikeus päästä suoraan tai välillisesti maksu- ja toimituspalveluihin, joita tarjotaan säänneltyjen markkinoiden jäsenille. Tämän säännöksen nojalla myös säänneltyjen markkinoiden etäjäseninä olevien toimiluvan saaneiden yritysten on voitava päästä kyseisten markkinoiden maksu- ja toimitusjärjestelmiin paikallisiin osallistujiin verrattuna syrjimättömin ehdoin.

Uudessa sijoituspalveludirektiivissä¹⁵ laajennetaan tätä oikeutta siten, että toimiluvan saaneet yritykset voivat nyt päästä suoraan toisen jäsenvaltion selvitys- ja toimitusjärjestelmiin, vaikka ne eivät olisikaan säänneltyjen markkinoiden tai monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän jäseniä tuossa jäsenvaltiossa. Uudessa sijoituspalveludirektiivissä lisätään myös sekä markkinoiden että toimiluvan saaneiden yritysten valinnanvapautta kauppohen reitittämisessä selvitystoiminnassa. Direktiivissä myönnetään seuraavat oikeudet:

- a) **toimiluvan saaneet yritykset:** oikeus päästä muissa jäsenvaltioissa sijaitseviin keskusvastapuoliin ja arvopapereiden toimitusjärjestelmiin
- b) **toimiluvan saaneet yritykset:** oikeus valita kauppohen toimituspaikka edellyttäen, että
 - valitun järjestelmän käyttöön on olemassa tarvittavat yhteydet

¹⁴ Direktiivi 93/22/ETY, annettu 10 päivänä toukokuuta 1993 (EYVL L 141, 11.6.1993, s. 27).

¹⁵ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi, annettu 7 päivänä huhtikuuta 2004, rahoitusvälineiden markkinoista sekä neuvoston direktiivien 85/611/ETY ja 93/6/ETY ja Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2000/12/EY muuttamisesta ja neuvoston direktiivin 93/22/ETY kumoamisesta. Direktiivin 34 artiklassa säädetään seuraavaa: *Jäsenvaltioiden on edellytettävä, että toisista jäsenvaltioista tulevilla sijoituspalveluyrityksillä on oikeus päästä niiden alueella toimiviin keskusvastapuoli- sekä selvitysjärjestelmiin saattaakseen päätökseen rahoitusvälineillä toteutetut liiketoimet tai järjestääkseen niiden päätökseen saattaminen. Jäsenvaltioiden on edellytettävä, että näiden sijoituspalveluyritysten pääsy tällaisiin järjestelmiin on samojen syrjimättömien, avoimien ja objektiivisten perusteiden alainen, joita sovelletaan paikallisiin markkinaosapuoliin. Jäsenvaltiot eivät saa rajata näiden järjestelmien käyttöä pelkästään niiden omalla alueella toimivilla säänneltyillä markkinoilla tai monenkeskisissä kaupankäyntijärjestelmissä rahoitusvälineillä toteutettujen liiketoimien selvitystoimintaan.*”

- säänneltyjen markkinoiden viranomaisen katsoo, että valittu järjestelmä mahdollistaa rahoitusmarkkinoiden joustavan ja asianmukaisen toiminnan

c) **säännelty markkinat**: oikeus käyttää toiseen jäsenvaltioon sijoittautuneiden keskusvastapuolten palveluja joissakin tai kaikissa kaupoissa; kyseisten säänneltyjen markkinoiden toimivaltaisella viranomaisella on kuitenkin oikeus vastustaa tätä silloin, kun ulkomaisen keskusvastapuolen käytön osoitetaan vaarantavan säänneltyjen markkinoiden asianmukaisen toiminnan.¹⁶

Uudessa sijoituspalveludirektiivissä myönnetyt **pääsyoikeudet** eivät ole kattavia, joten ne eivät mahdollista järjestelmien yhdentymistä kaikilla tasoilla. Niitä sovelletaan vain toimiluvan saaneisiin yrityksiin. Keskusvastapuolilla ja arvopapereiden toimitusjärjestelmillä ei ole vastaavaa oikeutta päästä muiden järjestelmien jäseniksi. Tämä rajoittaa toimiluvan saaneiden yritysten kykyä käyttää vastaavaa oikeuttaan toimituspaikan valintaan.

Uudessa sijoituspalveludirektiivissä myönnetyllä **oikeudella toimituspaikan valintaan** pyritään poistamaan toimiluvan saaneiden yritysten tarve olla jäsenenä useassa arvopapereiden toimitusjärjestelmässä. Näin ne voivat päättää omien liiketoimintatarpeidensa perusteella, missä kaupat toimitetaan ja missä arvopaperit säilytetään. Ne voivat siis vapaasti valita kustannusten, tehokkuuden, rahoituksen saatavuuden, palvelutason tai muiden niille tärkeiden näkökohtien perusteella, keskittävätkö ne omistusosuudet yhteen tai useampaan järjestelmään. Näin voidaan vähentää monimutkaisuutta ja tehostaa huomattavasti vakuuksien hallintaa.

Toimiluvan saaneet yritykset eivät kuitenkaan pysty käyttämään valinnanvapauttaan, ellei niiden haluamasta toimituspaikasta päästä liikkeeseenlaskijana olevaan arvopapereiden toimitusjärjestelmään. Siksi arvopapereiden toimitusjärjestelmillä pitäisi olla oikeus päästä muissa jäsenvaltioissa sijaitseviin arvopapereiden toimitusjärjestelmiin. Sitä paitsi uudessa sijoituspalveludirektiivissä valinnanvapaus ei koske *selvitystä*. Komissio katsoo, että valtuutetuille yrityksille olisi annettava mahdollisuus valita paitsi toimituspaikka myös selvityspaikka. Valitsemalla toimituspaikan markkinatoimijat voisivat toimittaa kaupat rajatylittävästi valitsemansa arvopapereiden toimitusjärjestelmän kautta. Vastaavasti valitsemalla selvityspaikan markkinatoimijat voisivat selvittää kaupat rajatylittävästi valitsemassaan keskusvastapuolella. Jotta **oikeus selvityspaikan valintaan** toteutuisi käytännössä, keskusvastapuolilla on oltava oikeus päästä muissa jäsenvaltioissa sijaitseviin keskusvastapuoliin.

Keskusvastapuolet sijoittuvat yleensä kaupan vastapuolten väliin, jolloin ne toimivat ostajana jokaiselle myyjälle ja myyjänä jokaiselle ostajalle (uudistaminen eli novaatio). Jotta keskusvastapuolet voisivat toimittaa novaation kohteena olevat kaupat, niillä on oltava myös suora tai välillinen pääsy niihin arvopapereiden toimitusjärjestelmiin, joissa kaupat lopullisesti toimitetaan ja joissa arvopaperit säilytetään. Siksi keskusvastapuolilla on oltava oikeus päästä myös muissa jäsenvaltioissa sijaitseviin arvopapereiden toimitusjärjestelmiin.

Pääsyoikeuksien tarjoaminen keskusvastapuoliin ja arvopapereiden toimitusjärjestelmiin toteuttaa käytännössä toimiluvan saaneiden yritysten valinnanvapauden sekä varmistaa yhtäläiset edellytykset selvitys- ja toimituspalvelujen tarjoajien välillä.

¹⁶ Ehdotuksessa uudeksi sijoituspalveludirektiiviksi otetaan selvästi huomioon viranomaisten huoli ulkomaisten järjestelmien käytöstä silloin, kun ne eivät toimi yhteisen sääntelyjärjestelmän mukaisesti.

Uudessa sijoituspalveludirektiivissä myönnetyllä säänneltyjen markkinoiden **oikeudella käyttää** toiseen jäsenvaltioon sijoittautuneiden **keskusvastapuolten palveluja** pyritään lisäämään kilpailua selvityspalvelujen tarjoamisessa EU:ssa.

Säännellyille markkinoille myönnetty valinnanvapaus ei ole kattava, sillä säännellyillä markkinoilla pitäisi olla oikeus valita myös muissa jäsenvaltioissa sijaitsevien arvopapereiden toimitusjärjestelmien palvelut, samoin kuin oikeus valita ulkomaisten keskusvastapuolten palvelut. Samat oikeudet olisi ulotettava monenkeskisiin kaupankäyntijärjestelmiin.¹⁷

Komissio katsookin, että *selvitystoimintaa* koskevassa puitedirektiivissä ja uudessa sijoituspalveludirektiivissä olisi "yhdessä" säädettävä seuraavista pääsyoikeuksista ja valinnanvapauksista:

- *sijoituspalveluyritykset ja pankit*: oikeus päästä muissa jäsenvaltioissa sijaitseviin arvopapereiden selvitys- ja toimitusjärjestelmiin
- *keskusvastapuolet*: oikeus päästä muissa jäsenvaltioissa sijaitseviin keskusvastapuoliin ja arvopapereiden toimitusjärjestelmiin
- *arvopapereiden toimitusjärjestelmät*: oikeus päästä muissa jäsenvaltioissa sijaitseviin arvopapereiden toimitusjärjestelmiin
- *säänneltyt markkinat ja monenkeskiset kaupankäyntijärjestelmät*: oikeus toteuttaa tarvittavat järjestelyt muissa jäsenvaltioissa sijaitsevien keskusvastapuolten ja arvopapereiden toimitusjärjestelmien kanssa.

Kaikissa tapauksissa pääsyyn olisi sovellettava avoimia ja syrjimättömiä sääntöjä, jotka perustuvat puolueettomiin kriteereihin. Syrjinnän välttämiseksi palvelutasossa tai hinnoittelussa kaikki poikkeamat olisi perusteltava puolueettomin syin. On myös tärkeää huomauttaa, että arvopapereiden toimitusjärjestelmien ja keskusvastapuolten kattavien pääsyoikeuksien olemassaolo ei tarkoita, että nämä yhteisöt olisi velvoitettava pyytämään ja ylläpitämään pääsyä muihin järjestelmiin. Jos kahden arvopapereiden toimitusjärjestelmän välillä on kuitenkin toimiva yhteys, niiden ei pitäisi voida kieltää yhteyden käyttöä sellaisia arvopapereita koskevien kauppojen toimituksessa, joille jompikumpi arvopapereiden toimitusjärjestelmä on lopullinen toimituspaikka.

2.2. Yhteinen sääntely- ja valvontajärjestelmä

Pääsyä ja valintaa koskevat kansalliset rajoitukset voivat olla perua menneiltä ajoilta, mutta ne voivat liittyä myös kansallisten sääntely- ja valvontaviranomaisten sekä yleisvalvojien oikeutettuun etuun, joka koskee järjestelmien turvallisuuden ja rahoitusjärjestelmän yleisen vakauden turvaamista. Kuten edellä on todettu, CESR ja EKPJ kehittävät parhaillaan standardeja, jotta voidaan määrittää yhteinen sääntely-, valvonta- ja yleisvalvontajärjestelmä, jonka perusteella näitä seikkoja voidaan käsitellä EU:ssa. Sääntely- ja valvontaviranomaisten sekä yleisvalvojien ("kansallisten viranomaisten") on tarkoitus sisällyttää standardit arviointijärjestelmiinsä ja arvioida niiden noudattamista. Standardit eivät ole pakollisia, eivätkä ne syrjäytä mahdollisia ristiriitaisia kansallisia oikeussääntöjä.

¹⁷ Neuvosto pääsi 7.10.2003 poliittiseen yhteisymmärrykseen ehdotuksesta uudeksi sijoituspalveludirektiiviksi. Se poisti kummankin rajoituksen myöntämällä sekä säännellyille markkinoille että monenkeskisille kaupankäyntijärjestelmille oikeuden valita ulkomaisten keskusvastapuolten ja arvopapereiden toimitusjärjestelmien palvelut.

Kun rajatyylittävät sulautumat ja arvopapereiden selvitys- ja toimitusjärjestelmien väliset yhteydet kehittyvät, myös kansallisten viranomaisten yhteistyön tarve lisääntyy, jotta rajatyylittävä sääntely ja valvonta olisi tehokasta. Tältä osin on tärkeää selkiyttää sovellettavaa järjestelmää eli määrittää, mikä viranomainen on toimivaltainen tiettyjen rajatyylittävien selvitys- ja toimitustoimintojen sääntelyssä ja valvonnassa. Yhteisen järjestelmän puuttuessa rajatyylittävästä yhteistyöstä sellaisten kansallisten viranomaisten välillä, joilla on tiettyä järjestelmää tai sen osallistujia koskeva etu, sovitaan nykyisin suoraan kyseisten viranomaisten välillä, kun markkinakehitys vaatii tällaista yhteistyötä. CESR:n ja EKPJ:n ehdottamat standardit tarjoavat sopivan mallin asianomaisten kansallisten viranomaisten työnjaolle. Standardi ei kuitenkaan syrjäytä kansallisen lainsäädännön mukaisia viranomaisten tehtäviä.

Standardien luontaiset puutteet osoittavat, että vaikka standardien laatiminen voi tuoda arvopapereiden selvitystoimintaan jonkinasteisen yhteisen järjestelmän, standardit eivät korvaa asianmukaista lainsäädäntöä. Komissio katsoo, että – kuten kattavan pääsyoikeuden ja valinnanvapauden käyttöönoton osalta – kansallisten lainsäätäjien tai sääntelyviranomaisten vapaaehtoiset toimet yhteisen sääntely- ja valvontajärjestelmän luomiseksi eivät ole oikeudellisesti yhtä varmoja ja että ne eivät välttämättä takaa sääntelyssä yhtäläisiä edellytyksiä lähiaikoina.

Nämä puutteet vältetään antamalla direktiivi, jossa säädetään yhteisistä korkean tason periaatteista arvopapereiden selvitys- ja toimitusjärjestelmien toimilupakäytäntöä, sääntelyä ja valvontaa varten. Arvopapereiden selvitys- ja toimitusjärjestelmien erityissääntöjen olisi kuitenkin oltava joustavia sekä vastattava läheisesti markkina- ja valvontakäytäntöjä. Siksi komissio katsoo, että korkean tason periaatteita olisi edelleen täsmennettävä Lamfalussyn menettelyn nelitasoisen lähestymistavan mukaisesti hyväksytyin erityistoimenpitein. CESR:n ja EKPJ:n standardit voisivat sitten olla perusta mahdollisille 2 tason täytäntöönpanotoimenpiteille puitedirektiivin säännösten mukaisesti.

Direktiivin olisi sisällettävä

- toiminnallinen lähestymistapa
- alkuvaiheen ja jatkuvaa vakautta sekä sijoittajansuojaa koskevat vaatimukset
- valvontaa koskeva yhteistyö.

Toiminnallinen lähestymistapa. Komissio katsoo CPSS:n ja IOSCO:n sekä EKPJ:n ja CESR:n työryhmien äskettäin tekemän työn mukaisesti, että direktiivin olisi perustuttava toiminnalliseen lähestymistapaan. Näin varmistetaan toimien johdonmukaisuus ja vältetään sääntelyä koskevat ristiriidat.

Tältä osin direktiivissä olisi otettava käyttöön *selvitys- ja toimitustoimintojen yhteisiä toiminnallisia määritelmiä*. Tällaiset määritelmät voisivat kattaa – mutta niiden ei välttämättä tarvitse heijastaa – monenlaisia kaupankäynnin jälkeisiä toimintoja, kuten *kaupan täsmäytyksen ja vahvistuksen, selvityksen, toimituksen, säilytyksen ja kirjaamisen*. Määritelmien olisi joka tapauksessa perustuttava arvoketjun asianomaisiin lenkkeihin, ei palveluntarjoajan asemaan "välittäjänä" tai "infrastruktuurina", vaikka tällainen jaottelu voikin olla merkityksellinen eri tehtäviin liittyvän riskitason määrittämisessä. Osapuolia pyydetään kommentoimaan, onko tällainen jako tarpeen tässä yhteydessä. Komissio katsoo, että tarkkuus tehtävien määrittelyssä määräytyy sen mukaan, miten eri toiminnot suhteutetaan asianmukaisiksi katsottuihin vakautta ja sijoittajansuojaa koskeviin vaatimuksiin erityisesti

niiden riskien – kuten luottoriskien, toiminnallisten riskien ja säilytysriskien – osalta, joihin tällaisilla vaatimuksilla pyritään vaikuttamaan. Lisäksi olisi pohdittava, pitäisikö direktiivin määritelmät ja soveltamisala ulottaa koskemaan muita kaupankäynnin jälkeisiä toimintoja, kuten *vakuuksien hallintaa* tai *omaisuudenhoitoa*.

Komissio on tietoinen siitä, että nykyinen markkinakäytäntö on toisinaan johtanut saman termin käyttämiseen erilaisista ja/tai täydentävistä tehtävistä. Direktiivissä olisi ratkaistava tämä kysymys ottamalla käyttöön määritelmiä, jotka liittyvät yksiselitteisesti tehtäviin, vaikka ne eivät välttämättä kattaisi kaikkia termin nykyisiä käyttötarkoituksia. Komissio on tässä tiedonannossa tarkoituksellisesti käyttänyt vain kahta laajaa tehtävuokkaa, nimittäin *selvitystä* ja *toimitusta*. *Selvityksellä* tarkoitetaan toimintoja, esimerkiksi novaatiota, joilla vastapuolia suojataan jälleenhankintakustannusriskiltä, kun taas *toimituksella* tarkoitetaan laajasti toimitusta edeltäviä toimintoja, toimitusta ja säilytystä. Määritelmiä on supistettava ja täsmennettävä tulevassa direktiivissä ottamalla huomioon niiden suhde vakautta ja sijoittajansuojaa koskeviin vaatimuksiin.

Alkuvaiheen ja jatkuvaa vakautta sekä sijoittajansuojaa koskevat vaatimukset. *Selvitystoimintaa* koskevaan tulevaan direktiiviin sisältyvän uuden lainsäädännön tarkoituksena on antaa arvopapereiden selvitys- ja toimitusjärjestelmille mahdollisuus tarjota palveluja vapaasti muissa jäsenvaltioissa. Samalla nämä yhteisöt ovat merkittävä vastapuoli- ja järjestelmäriskin aiheuttaja muille markkinatoimijoille. Näistä syistä komissio katsoo tarpeelliseksi asettaa alkuvaiheen ja jatkuvaa vakautta sekä sijoittajansuojaa koskevia yhteisiä vaatimuksia sekä päätöksenteko- ja valvontatapaan liittyviä muita vaatimuksia (ks. 2.3 kohta), jotta vastavuoroinen tunnustaminen toteutuisi sisäisillä rahoitusmarkkinoilla.

Siksi direktiivissä olisi asetettava alkuvaiheen ja jatkuvaa **vakavaraisuutta koskevia vaatimuksia**, joita sovelletaan EU:n arvopapereiden selvitys- ja toimitusjärjestelmiin. *Selvitystoiminnan* pääomavaatimukset on selkeästi yhdistettävä asianmukaisesti määriteltyihin tehtäviin ja näihin tehtäviin liittyvään riskitasoon ("toiminnallinen lähestymistapa"). Komissio katsoo, että tällaisissa pääomavaatimuksissa olisi otettava huomioon pankkeihin nykyisin sovellettavat vaatimukset varsinkin luottoriskin osalta. Arvopapereiden selvitys- ja toimitusjärjestelmiä koskevaa vakavaraisuusjärjestelmää olisi kuitenkin mukautettava, mikäli pankkeihin sovellettavaa nykyistä ja tulevaa vakavaraisuusjärjestelmää ei katsota asianmukaiseksi *selvitystoiminnan* riskien kattamiseen. Muita vakautta koskevia vaatimuksia ei tässä vaiheessa suljeta pois.

Direktiivissä olisi myös vahvistettava **riskinhallintaa koskevia korkean tason periaatteita**, kuten toimitusta maksua vastaan -periaatetta, sekä **sijoittajansuojaa** koskevia muita periaatteita, kuten periaatteita, joilla pyritään turvaamaan liikkeeseenlaskun eheys ja suojelemaan asiakkaiden arvopapereita. On erittäin tärkeää varmistaa arvo-osuuksien luotettavuus kaikissa välitysketjun lenkeissä. Asianmukaiset kirjanpitoikäytännöt ja arvo-osuuksien täsmäytysmenettelyt koko välitysketjussa ovat välttämättömiä, kun pyritään selvittämään välittäjän hallinnassa olevien arvopapereiden oikeusvaikutukset (oikeusvaikutusten yhdenmukaistamista koskevat pyrkimykset, ks. jäljempänä 3.1 kohta). Komissio katsoo, että tällaisia riskinhallintaa ja sijoittajansuojaa koskevia korkean tason periaatteita olisi edelleen täsmennettävä erityistoimenpitein, kuten CESR:n ja EKPJ:n kehittämin toimenpitein.

Valvontaa koskeva yhteistyö. Kattavien pääsyoikeuksien käyttöönotto, rajatylittävän selvitystoiminnan nykyisten esteiden poistaminen sekä yhteisen sääntelyjärjestelmän käyttöönotto ovat omiaan lisäämään *selvitystoimintaa* koskevan toimialan yhdentymistä ja yhdistymistä. Siksi sääntelyjärjestelmään on sisällytettävä valvontaa koskevan yhteistyön

malli, jotta rajatylittäviin arvopapereiden selvitys- ja toimitusjärjestelmiin ei kohdistuisi monen valvontaviranomaisen valvonta, sillä tämä lisäisi sääntelyn kustannuksia ja monimutkaisuutta.

EU:n yhdenmukaistetuilla pankki- ja sijoituspalvelualoilla sovellettava valvontamalli perustuu **kotivaltion harjoittaman valvonnan** periaatteeseen. Tämän useassa EU:n direktiivissä vahvistetun periaatteen mukaisesti kotivaltion viranomaisten tehtävänä on valvoa yhteisöä sen kotivaltiossaan tai ulkomailla sivuliikkeen kautta tai palveluja tarjoamalla harjoittamien liiketoimien osalta. Näiden yhteisöjen ulkomaisia tytäryhtiöitä valvovat sen jäsenvaltion viranomaiset, jonne tytäryhtiö on sijoittautunut. Vastaanottavalla jäsenvaltiolla säilyy puolestaan vastuu tietyistä kysymyksistä, kuten sivuliikkeiden maksuvalmiuden valvonnasta ja rahapolitiikan toteuttamisesta aiheutuvista toimenpiteistä. Tämä valvontamalli muodostaa myös kehyksen valvontaviranomaisten säännölliselle tietojenvaihdolle ja yhteistyölle.

Komissio katsoo, että kansallisten viranomaisten valvontatehtävien yhteensovittamisessa olisi otettava käyttöön vastaava malli, jota mukautetaan tarvittaessa selvitystoiminnan erityispiirteisiin.

Valvontaa koskevan yhteistyön kehyksessä on lisäksi otettava huomioon, että tiettyihin yhteisöihin saatetaan jo soveltaa olemassa olevaa valvontajärjestelmää (kuten pankkialan järjestelmää), sekä sopeuduttava siihen. Direktiivissä olisi vältettävä päällekkäisiä valvontavaatimuksia.

Arvopapereiden toimitusjärjestelmät, keskusvastapuolet, säilytisyhteisöt ja selvitysosapuolet saisivat näiden säännösten nojalla EU:n laajuisen toimiluvan, joka puolestaan mahdollistaisi niille rajatylittävän toiminnan. Nykyisin vain säilytisyhteisöillä on tällainen toimilupa sijoituspalveludirektiivin säännösten nojalla. Selvitystä ja toimitusta koskeva toimilupa varmistaa yhtäläiset edellytykset kaikkien selvitys- ja toimituspalvelujen tarjoajien välillä.

2.3. Päätöksenteko- ja valvontajärjestelyt

Arvopapereiden toimitusjärjestelmillä ja keskusvastapuolilla on erittäin suuri markkinavoima. Niistä voi tulla myös koko rahoitusjärjestelmän epävakauden aiheuttaja. Mahdollisuus siitä, että yksittäisestä arvopapereiden toimitusjärjestelmästä ja keskusvastapuolesta tulee rahoitusjärjestelmän epävakauden aiheuttaja, kasvaa merkittävästi sitä mukaa kuin yhdistymiskehitys lisää yhdistymistä EU:ssa. Näitä ongelmia voidaan vähentää päätöksenteko- ja valvontajärjestelyjen avulla.

Komission mielestä on erittäin tärkeää, että arvopapereiden toimitusjärjestelmät ja keskusvastapuolet toteuttavat asianmukaiset päätöksenteko- ja valvontajärjestelyt. Se katsoo vastaavasti, että puitedirektiiviin olisi sisällytettävä tiettyjä korkean tason periaatteita.

Päätöksenteko- ja valvontajärjestelyt kattavat omistajien, hallituksen, johdon ja muiden asianosaisten, mukaan luettuina käyttäjät ja yleistä etua edustavat viranomaiset, väliset suhteet. Erilaisilla sidosryhmillä on erilaisia etuja. Arvopapereiden toimitusjärjestelmien ja keskusvastapuolten omistajien perusteltuna etuna on voittojen maksimointi. Käyttäjien etuna on saada tarpeitaan vastaavat palvelut kohtuuhintaan. Viranomaisten etuna on, että i) arvopapereiden toimitusjärjestelmillä ja keskusvastapuolilla ei ole kilpailua rajoittavia käytäntöjä ja että (ii) ne ovat toteuttaneet riittävät suojatoimenpiteet riskien varalta. Nämä edut voivat olla ristiriidassa keskenään. Esimerkiksi voittojen maksimointi ei saa tapahtua riskien lisääntymisen kustannuksella, mutta näin saattaisi käydä, ellei arvopapereiden

toimitusjärjestelmä tai keskusvastapuoli tekisi tarvittavia investointeja sekä tietojärjestelmään että henkilöstöön.

Päätöksenteko- ja valvontajärjestelmän keskeisiä osatekijöitä ovat i) omistus- ja konsernirakenne, ii) hallituksen kokoonpano, iii) raportointisuhteet johdon ja hallituksen välillä sekä iv) johdon kannustimet ja prosessi, jonka mukaisesti se vastaa tuloksista, esimerkiksi tarkastuskomiteat.¹⁸

Päätöksenteko- ja valvontajärjestelyjen rakenteet voidaan karkeasti jakaa kahteen ryhmään: i) käyttäjien omistamiin ja johtamiin yhteisöihin sekä (ii) voittoa tuottaviin yhteisöihin. Ensimmäisessä tapauksessa käyttäjät omistavat yhtiön. Olennaista on kuitenkin, että omistusosuudet jaetaan käytön mukaan. Omistusosuuksien olisi vastattava hallituksen kokoonpanoa. Näin yhtiö ei ole pelkästään käyttäjien omistama vaan myös käyttäjien johtama. Koska käyttö voi vaihdella ajallisesti, tarvitaan mekanismi, jotta omistusosuudet voidaan sovittaa yhteen käytön kanssa. Toisessa tapauksessa osakkuus ei liity käyttöön. Näiden kahden ääripään välillä on sekalaisia päätöksenteko- ja valvontamalleja.

Komissio katsoo, että asianmukainen päätöksenteko- ja valvontarakenne on erittäin tärkeä tämän alan mahdollisten ongelmien ratkaisemiseksi. Se ei kuitenkaan aio aloittaa keskustelua siitä, kumpi rakenne – käyttäjien omistamat ja johtamat yhteisöt vai voittoa tuottavat yhteisöt – on suositeltava. Valittiinpa kumpi malli tahansa, on tärkeää noudattaa vaatimuksia täysimääräisesti.

* * *

Päätöksenteko- ja valvontajärjestelyjen olisi oltava täsmällisiä ja avoimia. Tämä tarkoittaa muun muassa, että arvopapereiden toimitusjärjestelmien ja keskusvastapuolten omistajien olisi paljastettava tietyn kynnyksen ylittävät omistusosuutensa. Lisäksi johtajien ja johdon palkat sekä mahdolliset kannustinjärjestelmät olisi julkistettava tai ainakin paljastettava käyttäjille. Näin saataisiin tietää, kenelle voitot jaetaan, miten paljon johtajat ja johto saavat palkkaa ja millaisia kannustimia heillä on. Päätöksenteko- ja valvontajärjestelyjen avoimuus tarkoittaa myös, että tavoitteista ja merkittävistä päätöksistä kerrotaan omistajille, käyttäjille ja viranomaisille.

Lisäksi arvopapereiden toimitusjärjestelmillä ja keskusvastapuolilla olisi oltava yksi tai useampi riippumaton komitea, kuten tarkastuskomitea, joka koostuu enimmäkseen riippumattomista johtajista. Tarkastuskomitean on varmistettava, että viranomaisten pyrkimykset ja käyttäjien edut otetaan asianmukaisesti huomioon seuraavissa kysymyksissä: a) sisäinen organisaatio sekä henkilöresurssien ja teknologisten voimavarojen yleinen riittävyys, b) kirjanpito, c) tietojärjestelmän luotettavuus ja d) riskinhallintakäytännöt. Osa tarkastuskomitean tehtävistä voidaan siirtää edelleen ulkopuolisille yhtiöille niiden teknisen luonteen takia. Komitean olisi lisäksi selvitettävä ja hoidettava mahdolliset eturistiriidat omistajien ja käyttäjien välillä sekä yhtäältä omistajien ja/tai käyttäjien ja toisaalta viranomaisten välillä. Johtajien riippumattomuutta arvioidaan yleensä suhteessa johtoon ja määräysvaltaa käyttäviin osakkaisiin. Koska viranomaisten perimmäisenä etuna on arvopapereiden toimitusjärjestelmien ja keskusvastapuolten moitteeton toiminta, tietyn määrän johtajia olisi oltava riippumaton myös suhteessa käyttäjiin ja muihin kuin määräysvaltaa käyttäviin osakkaisiin.

¹⁸ Ks. CPSS:n ja IOSCO:n suositukset sekä CESR:n ja EKPJ:n standardit.

On tarpeen ratkaista kysymys päätöksenteko- ja valvontajärjestelyistä, joita olisi sovellettava välittäjiin varsinkin niiden harjoittamien arvopaperipalvelujen osalta. Komissio katsoo, että välittäjiin sovellettavan järjestelmän olisi oltava linjassa niiden päätöksenteko- ja valvontajärjestelyjen kanssa, joita on suunniteltu sovellettavaksi arvopapereiden toimitusjärjestelmien ja keskusvastapuolten määräosuuden omistaviin osakkaisiin ja johtoon. Nämä järjestelyt ovat tärkeitä läpinäkyvyyden, soveltuvuus- ja kelpoisuus-kriteerien ja riskinhallinnan vuoksi.

* * *

Nämä toimenpiteet vastaavat suurelta osin yhtiöoikeutta ja omistajaohjausta (corporate governance) käsitelleessä komission tiedonannossa¹⁹ annettuja suuntaviivoja. Komissio katsoo kuitenkin, että koska on viranomaisten edun mukaista, ettei arvopapereiden toimitusjärjestelmillä ja keskusvastapuolilla ole kilpailua rajoittavia käytäntöjä, toimialan nykyisen ja tulevan kehityksen takia voisi olla tarpeen toteuttaa muitakin päätöksenteko- ja valvontajärjestelyjä koskevia toimenpiteitä. Jatkuva yhdentymisen tarkoittaa, että erilaiset laitokset kilpailevat todennäköisesti keskenään rajatylittävien *selvitys- ja toimituspalvelujen* tarjoamisessa. Esimerkiksi arvopaperikeskukset, kansainväliset arvopaperikeskukset ja säilytisyhteisöt kilpailevat todennäköisesti keskenään rajatylittävien *toimituspalvelujen* tarjoamisessa. Siksi ehdotetaan, että keskusvastapuolet ja arvopapereiden toimitusjärjestelmät pitävät erillistä kirjanpitoa välittäjän ominaisuudessa tarjoamistaan palveluista ja että ne mahdollistavat palvelujen eriyttämisen. Samoja määräyksiä olisi sovellettava arvopapereiden toimitusjärjestelmien ja/tai keskusvastapuolten mahdollisiin oheistoimintoihin, kuten pankkitoimintaan. Vaikka näitä muita toimenpiteitä voidaan pitää vaikutuksiltaan suurempina kuin muita tiedonantovaatimuksia – esimerkiksi kirjanpidon eriyttäminen saattaa edellyttää tietoista valintaa kustannusten kohdentamisesta – ne lisäävät keskusvastapuolten ja arvopapereiden toimitusjärjestelmien avoimuutta. Tältä osin tässä tiedonannossa noudatetaan lähestymistapaa, jota ehdotettiin yhtiöoikeutta ja omistajaohjausta käsitelleessä tiedonannossa. Sen perusteella olisi mahdollisuuksien mukaan asetettava "ensisijaisiksi **tiedonantovaatimukset**, joiden vaikutukset yhtiöiden toimintaan ovat muiden ratkaisujen vaikutuksia vähäisemmät ja jotka voivat osoittautua erittäin tehokkaaksi markkinalähtöiseksi keinoksi päästä nopeasti tuloksiin" (s. 12).

Kirjanpidon eriyttäminen: Kirjanpidon eriyttämisessä on eriytettävä kustannukset ja tulot. Eriyispalvelujen erillistä hinnoittelua koskeva vaatimus, jota käsitellään lähemmin jäljempänä, mahdollistaisi tulojen eriyttämisen. Koska arvopapereiden toimitusjärjestelmille ja keskusvastapuolille ovat luonteenomaisia laajat tuotevarioinnin edut yhtäältä ydintoiminnoissa ja toisaalta oheistoiminnoissa, kustannusten eriyttäminen edellyttää tietoista valintaa.

Esimerkiksi kohdentamalla erittäin pienen osan kustannuksista oheistoimintoihin arvopapereiden toimitusjärjestelmä tai keskusvastapuoli voisi osoittaa, että se tuottaa voittoa tällaisista toiminnoista, jolloin näyttäisi siltä, ettei ristiintukemista tapahdu. Tällaiset todisteet olisivat harhaanjohtavia: jos oheistoimintoihin kohdennettaisiin "oikea" osa kiinteistä kustannuksista, ne todettaisiin heikommin kannattaviksi tai pahimmassa tapauksessa tappiollisiksi. Kustannusten kohdentamista onkin käsiteltävä erittäin perusteellisesti, jotta päästään toivottuihin tuloksiin. Siksi tulevassa direktiivissä voitaisiin viitata kustannusten kohdentamista koskeviin kansainvälisesti hyväksytyihin standardeihin, jotka voivat olla hyvä lähtökohta näiden yhteisöjen velvoitteiden täyttämiseksi. Kuten edellä on todettu, komissio

¹⁹ KOM(2003) 284 lopullinen, 21.5.2003.

katsoo silti, että kirjanpitokysymysten, kustannusten kohdentaminen mukaan luettuna, on oltava enimmäkseen riippumattomista johtajista koostuvan **tarkastuskomitean** tehtävä.

Palvelujen eriyttäminen: Lisäksi on tarkasteltu oheispalvelujen, kuten välittäjän ominaisuudessa tarjottavien palvelujen ja pankkitoimintojen, erillistä hinnoittelua ja tarvittaessa erillistä tarjoamista. Tämä vaatimus voisi ratkaista sen ongelman, että keskusvastapuolilla ja arvopapereiden toimitusjärjestelmillä on houkutus pakottaa käyttäjänsä, jotka ostavat niiden mahdollisesti "yksinoikeudella" tarjoamia palveluja, ostamaan niiltä muita palveluja, joita käyttäjät eivät ole halunneet. Tällainen käytäntö on ongelma kilpailuoikeuden kannalta, ja se estää käyttäjiä siirtämästä toimintojaan tehokkaimmalle toimittajalle, joten se saattaa heikentää tehokkuutta.

Pankkipalvelujen (ml. talletusten vastaanotto ja luotonanto) tarjoaminen aiheuttaa erityisongelmia. Arvopapereiden toimitusjärjestelmiin osallistujat saattavat tarvita luottoa tilapäisten maksuvalmiusongelmien ratkaisemiseksi arvopaperikauppojen toimituksen yhteydessä. Ne tarvitsevat saman omaisuuseralajin mukaista luottoa (keskuspankkirahaa tai liikepankkirahaa) kuin arvopaperikauppojen toimituksen käteisosuuteen käytetään. Arvopapereiden toimitusjärjestelmät, jotka hoitavat toimituksen omalla (liikepankki)rahallaan, tarjoavat myös luottoa järjestelmään osallistujille.

Arvopapereiden toimitusjärjestelmien yksinoikeusehdoin tarjoamia pankkipalveluja koskevaan ongelmaan on erilaisia ratkaisuja. Yhtenä ratkaisuna on tehdä keskuspankkirahan käyttämisestä toimituksessa pakollista. Toisena ratkaisuna on velvoittaa arvopapereiden toimitusjärjestelmät tarjoamaan vaihtoehtona liikepankkirahan käyttämistä toimituksessa. Vaihtoehtona olisi myös velvoittaa liikepankkirahaa toimituksessa käyttävät arvopapereiden toimitusjärjestelmät sallimaan arvopaperikauppojen käteisvaiheen toimitus muissa pankeissa. Arvopapereiden toimitusjärjestelmien osallistujat eivät missään vaihtoehdossa olisi velvollisia käyttämään liikkeeseenlaskijana olevan arvopapereiden toimitusjärjestelmän pankkipalveluja.

Komissio katsoo, että liikepankkirahaa toimituksessa käyttävien arvopapereiden toimitusjärjestelmien olisi vähintään annettava jäsenilleen valinnanvapaus käyttää toimituksessa myös keskuspankkirahaa. Tätä lähestymistapaa noudatetaan selvitystoimintaa koskevissa EKPJ:n ja CESR:n standardiehdotuksissa.

* * *

Jotta edellytykset olisivat yhtäläiset, arvopapereiden selvitys- ja toimitusjärjestelmien johdon ja määräosuuden omistavien osakkaiden olisi täytettävä sopivuusvaatimukset sekä pankkien tai sijoituspalveluyritysten johtoon ja määräosuuden omistaviin osakkaisiin sovellettavat soveltuvuusvaatimukset.

Komissio katsoo edellisissä kohdissa mainituista syistä, että on välttämätöntä antaa puitedirektiivi, jotta voidaan ottaa käyttöön a) kattava **pääsyoikeus ja valinnanvapaus**, b) **yhteinen sääntelyjärjestelmä** sekä c) asianmukaiset **päätöksenteko- ja valvontajärjestelyt**.

Suunniteltu direktiivi on vasta ensimmäinen askel. Se varmistaisi asianmukaisen tasapainon ennalta sovellettavan lainsäädännön ja niiden jälkikäteen toteutettujen toimien kanssa, joilla kilpailuviranomaiset panevat täytäntöön kilpailusääntöjä. Komissio jatkaa tiivistä seurantaa, ja se mukauttaa tarvittaessa lähestymistapaansa tilanteen kehittyessä. Jos markkinoilla tapahtuu muutoksia, lähestymistapaa voi olla tarpeen tarkistaa. Tämä käsittää myös jatkotoimet sen varmistamiseksi, että voimassa oleva lainsäädäntö turvaa tasapuoliset

kilpailuolosuhteet eri operaattoreille ja ratkaisee tyydyttävällä tavalla mahdollisesti esiintyvät ongelmat.

3. Oikeudellisten ja vero-oikeudellisten erojen poistaminen

3.1 Oikeusvarmuutta koskeva hanke

Arvopapereiden selvitys- ja toimitusjärjestelmän turvallisuus perustuu pohjimmiltaan sen taustalla olevan oikeusjärjestelmän moitteettomuuteen. Yleinen lainsäädäntö, kuten varallisuusoikeus sekä arvopaperi- ja maksukyvyttömyyslainsäädäntö, ja erityissäännöt, kuten järjestelmien toimintasäännöt, vaikuttavat arvopapereiden selvitys- ja toimitusjärjestelmien toimivuuteen ja niiden yleiseen tehokkuuteen. Jotta arvopapereiden selvitys- ja toimitusjärjestelmät voisivat hoitaa tehtävänsä asianmukaisesti, lainsäädännön tulkinnan ja täytäntöönpanon olisi oltava selkeää, luotettavaa, johdonmukaista ja ennustettavaa. Näin vähennetään huomattavasti toimijoiden ja koko järjestelmän oikeudellisia riskejä.

Rajatyylittävä selvitystoiminta käsittää monia lainkäyttöalueita, jotka edustavat erilaisia oikeusperinteitä ja lähestymistapoja. Vaikka kullakin lainkäyttöalueella pystytään käsittelemään kansallisesti ilmeneviä kysymyksiä, rajatyylittävien selvitys- ja toimituspalvelujen tarjoamisessa on selvitettävä koko operaation sopimus- ja esineoikeudellisiin näkökohtiin sovellettava kansallinen laki (lainvalinta). Vaikka sovellettavien kansallisten aineellisoikeudellisten lakien selvittämistä helpotettaisiin yhdenmukaistamalla kansalliset lainvalintasäännöt, erot asianomaisten lainkäyttöalueiden kansallisissa aineellisoikeudellisissa laeissa voivat silti vaikuttaa haitallisesti koko prosessiin. Nämä erittäin monimutkaiset oikeudelliset kysymykset lisäävät tuntuvasti rajatyylittävän selvitystoiminnan kustannuksia ja epävarmuutta.

Kahdessa Giovanninin raportissa kuvattiin selkeästi tällaisten oikeudellisten kysymysten aiheuttamia ongelmia. Niissä pidettiin yhdentymisen merkittävänä esteinä kansallisten lainvalintasääntöjen epätasaista soveltamista, kansallisia eroja kahdenvälisen nettoutuksen oikeudellisessa kohtelussa ja arvopapereihin kohdistuvien oikeuksien kohtelua koskevan EU:n laajuisen kehyksen puuttumista. Raporteissa katsottiin merkittäväksi esteeksi myös kansallisten lakien nykyiset erot siinä ajankohdassa, jolloin ostaja katsotaan arvopaperin omistajaksi yhtiöoikeudellisten toimien kannalta.

Nykyisessä EU:n lainsäädännössä käsitellään jo joitakin näistä kysymyksistä. Nettoutuksen oikeudellisessa kohtelussa olevia eroja ja lainvalintaa on siis suurelta osin käsitelty selvityksen lopullisuudesta annetussa direktiivissä²⁰ ja rahoitusvakuusjärjestelyistä annetussa direktiivissä²¹. Näissä direktiiveissä on myös erityissäännöksiä, jotka koskevat maksukyvyttömyyslakien soveltamista arvopapereiden selvitys- ja toimitusjärjestelmiin sekä rahoitusvakuusjärjestelyihin ja joiden tarkoituksena on lisätä järjestelmien ja rahoitusvakuusjärjestelyjen turvallisuutta.

Selvityksen lopullisuudesta annetussa direktiivissä varmistetaan, että maksukyvyttömyysmenettely aiheuttaa selvitysjärjestelmälle mahdollisimman vähän häiriötä ja että siirtomääräykset ja nettoutus ovat oikeudellisesti täytäntöönpanokelpoisia ja sivullisia sitovia. Siksi nettoutuksen purkaminen ei ole mahdollista, kun siirtomääräykset ovat tulleet järjestelmään. Selvitettyjä kauppia ei myöskään voi peruuttaa maksukyvyttömyyslakeihin joskus sisältyvän ns. nollatuntisäännön perusteella. Direktiivissä säädetään myös, että

²⁰ Direktiivi 98/26/EY, annettu 19 päivänä toukokuuta 1998 (EYVL L 166, 11.6.1998, s. 45).

²¹ Direktiivi 2002/47/EY, annettu 6 päivänä kesäkuuta 2002 (EYVL L 168, 27.6.2002, s. 43).

siirtomääräykset ovat peruuttamattomia järjestelmässä täsmennetyin ajankohdan jälkeen. Lopuksi keskuspankeille tai järjestelmään osallistumisen yhteydessä annettu vakuus suojataan maksukyvyttömyyslain vaikutuksilta.

Direktiivissä käsitellään lisäksi lainvalintaa tällaisen vakuuden antamisessa tapauksissa, joissa vakuuden saajan oikeudet on kirjattu rekisteriin, tiliin tai keskitettyyn talletusjärjestelmään. Direktiivissä omaksutaan PRIMA-periaate (*Place of the Relevant Intermediary Approach*), jonka mukaan vakuuden haltijoiden oikeudet määritetään sen jäsenvaltion lainsäädännön mukaan, jossa rekisteri, tili tai keskitetty talletusjärjestelmä sijaitsee.

Rahoitusvakuusjärjestelyistä annettu direktiivi, joka on edennyt täytäntöönpanovaiheeseen jäsenvaltioissa, on soveltamisalaltaan paljon laajempi, sillä se kattaa (lähes) kaikki järjestelmien ja "rahoituksen välittäjien"²² suorittamat rahoitusvakuustoimet. Siinä vähennetään rahoitusvakuussopimusten muodollisia vaatimuksia sekä suojellaan niiden pätevyyttä ja peruuttamattomuutta tietyiltä maksukyvyttömyyssäännöksiltä, kuten ns. nollatuntisäännöiltä. Siinä tunnustetaan sulkeutuva nettoutus silloinkin, kun sen täytäntöönpanon aiheuttaa likvidaatiomenettely tai tervehdyttämistoimien aloittaminen tai jatkuminen. Direktiivissä omaksutaan sama PRIMA-periaate ratkaistaessa lainvalintakysymyksiä, jotka koskevat *arvo-osuusvakuuden*²³ oikeudellista luonnetta ja esineoikeudellisia vaikutuksia, julkivarmistusta ja pätevyyttä koskevia vaatimuksia sivullisiin nähden, kilpailevia omistusoikeuksia ja muita oikeuksia tällaiseen vakuuteen sekä realisoimisen edellytyksiä.

Arvo-osuuksiin liittyviä lainvalintakysymyksiä on sittemmin käsitelty uudestaan äskettäin hyväksytyssä Haagin yleissopimuksessa välittäjän hallinnassa oleviin arvopapereihin liittyviin tiettyihin oikeuksiin sovellettavasta laista.

Yleissopimuksen nojalla välittäjän hallinnassa oleviin arvopapereihin liittyviin tiettyihin oikeuksiin sovellettava laki on tilinhaltijan ja välittäjän sopima laki edellyttäen, että kyseinen laki läpäisee ns. todellisuustestin, jonka tarkoituksena on varmistaa, että välittäjän arvopapereita koskevalla liiketoiminnalla on jonkinlainen yhteys kyseiseen lainkäyttöalueeseen, vaikka tämä liiketoiminta ei liittyisikään kyseiseen tiliin.

Haagin yleissopimuksen täytäntöönpano EU:ssa mahdollistaa, että osallistujat voivat ennen kauppaa määrittää varmasti ja vain kohtuullisin ponnistuksin, mitä kansallista aineellisoikeudellista lakia sovelletaan niiden välittäjän hallinnassa oleviin arvopapereihin liittyviin oikeuksiin. Komissio toteuttaa tehtäviensä yhteydessä tarvittavat järjestelyt, jotta Euroopan unioni voi allekirjoittaa yleissopimuksen ja sittemmin liittyä siihen ja jotta jäsenvaltiot voivat ratifioida sen. Komissio ryhtyy myös tarvittaviin toimiin, jotta selvityksen lopullisuudesta annettu direktiivi ja rahoitusvakuusjärjestelyistä annettu direktiivi voidaan saattaa Haagin yleissopimuksen lainvalintamääräysten mukaiseksi.

Nämä toimenpiteet parantavat oikeudellista selkeyttä sekä EU:n rajatylittävän selvitystoiminnan yleistä moitteettomuutta ja tehokkuutta, mutta niillä ei poisteta monia muita merkittäviä oikeudellisia esteitä.

Niistä huomattavin on ***välittäjän hallinnassa oleviin arvopapereihin kohdistuvien oikeuksien kohtelua koskevan EU:n laajuksen kehyksen puuttuminen***. Giovanninin ryhmä

²² Luonnollisten henkilöiden suorittamat rahoitusvakuustoimet eivät kuulu direktiivin soveltamisalaan.

²³ Vakuus, joka muodostuu rahoitusvälineistä, joiden omistusoikeuden osoittaa rekisteriin tai tiliin tehty merkintä.

on pitänyt tätä puutetta merkittävimpana oikeudellisen riskin aiheuttajana rajatylittävissä kaupoissa.

Arvopapereita säilytetään ja siirretään yhä useammin arvo-osuuksina. Arvo-osuudet ovat olemassa ainoastaan tilikirjauksina välittäjän pitämällä tilillä. Kun arvopapereita säilytetään arvo-osuuksina välittäjien tileillä, on ensiksikin välttämätöntä selvittää niiden oikeuksien oikeudellinen luonne, joita sijoittajilla on tällaisiin arvo-osuuksiin. Itse asiassa näiden oikeuksien oikeudelliset tulkinnat vaihtelevat huomattavasti eri jäsenvaltioissa.

Yhtä tärkeä on lainsäädäntö, joka koskee välittäjän hallinnassa oleviin arvopapereihin kohdistuvien oikeuksien siirtoa. Vaikka tällaisten oikeuksien luovutukset tapahtuvat käytännössä pelkkien tilikirjausten kautta, oikeusjärjestelmää ei välttämättä ole muutettu asianmukaisesti kaikilla kansallisilla lainkäyttöalueilla luovutusten varalta. On myös tärkeää varmistaa selkeys, kun määritetään välittäjän hallinnassa oleviin arvopapereihin kohdistuvien oikeuksien täsmällinen siirtoajankohta.

Muita ratkaistavia kysymyksiä ovat asianomaisille tileille kirjattujen kilpailevien oikeuksien etuoikeusjärjestyksen määrittäminen sekä se, miten vältetään velkoja kiinnittämästä tai vaatimasta sijoittajan oikeutta ylemmällä hallintaketjun tasolla kuin sillä tasolla, jolla tällainen oikeus tosiasiallisesti kirjataan tai muodostetaan (ns. upper-tier attachment -ilmiö). Koska arvopaperit sammioidaan yleensä kirjaustileille, tämä jäädyttäisi kaikki sille tilille kirjatut arvopaperit, jolla kiinnitys tehtiin, ei ainoastaan kyseisen sijoittajan arvopapereita.

Johdonmukaisen lähestymistavan puuttuminen EU:ssa vaikuttaa voimakkaasti rajatylittävän selvitystoiminnan tehokkuuteen ja turvallisuuteen. Komissio katsoo, että tämä kysymys olisi ratkaistava kiireellisesti, vaikka konkreettisten ehdotusten tekeminen voi viedä jonkin aikaa.

Toinen ratkaistava kysymys koskee *yhtiöoikeudellisten toimien käsittelyyn* vaikuttavien kansallisten oikeussääntöjen eroja, kuten jäsenvaltioiden lainsäädännön eroja sen täsmällisen ajankohdan määrittämisessä, jolloin ostaja katsotaan arvopaperin omistajaksi esimerkiksi osinkojen maksamisen kannalta. Kansallisen lainsäädännön mukaan kyseinen ajankohta voi olla kaupantekopäivä, suunniteltu suorituspäivä tai tosiasiallinen suorituspäivä. Kuten kahdessa Giovanninin raportissa todetaan, tällaiset erot voivat estää arvopapereiden toimituksen keskittämisen ja muodostaa siksi yhdentymisen esteen. Asiaa koskevia sääntöjä voidaan joutua yhdenmukaistamaan.

Lopuksi komissio haluaa tarkastella lähemmin *arvopapereiden sijaintipaikkaa* koskevaa kysymystä. On esitetty, että rajoitukset, jotka liittyvät liikkeeseenlaskijan kykyyn valita arvopapereidensa sijaintipaikka, ovat esteenä arvopapereiden toimitusjärjestelmien yhdistymiselle. Rajoitukset voivat perustua joko kansalliseen lainsäädäntöön, jossa listautuminen tietyille markkinoille sidotaan paikallisen arvopaperikeskuksen käyttöön, tai yhtiöoikeuteen. Komissio aikoo tarkastella tätä kysymystä lähemmin ja ottaa huomioon arvopaperilajien erot sekä tällaisten vaatimusten yhtiöoikeudelliset vaikutukset.

Koska nämä kysymykset ovat merkittäviä, komissio katsoo Giovanninin asiantuntijaryhmän antaman suosituksen perusteella, että olisi käynnistettävä erityishanke tällaisten kysymysten käsittelyä varten. Komissio ehdottaa perustettavaksi ryhmää, joka koostuu korkeakoulujen asiantuntijoista, viranomaisista ja juristeista. Sen tehtävänä on analysoida lisää näitä kysymyksiä, ehdottaa ratkaisuja ja lopulta avustaa lainsäädäntöehdotusten laatimisessa. Ryhmän kokoonpanon on kuvastettava nykyisten ja tulevien jäsenvaltioiden oikeusperinteitä. Sihteeristö antaa kuitenkin tarvittavan kimmokkeen hankkeelle. Ryhmä pitää yhteyttä myös

UNIDROIT-instituutin²⁴ kaltaisiin muihin elimiin, jotka ovat mahdollisesti tehneet vastaavaa työtä maailmanlaajuisella tasolla.

Koska aihe on monimutkainen ja koska sillä on monisyiset yhteydet kansalliseen varallisuus- ja yhtiöoikeuteen, komissio ennustaa hankkeesta pitkäaikaista. Sen täsmällinen ulottuvuus määritetään ryhmän perustamisen yhteydessä. Hankkeessa pitäisi kuitenkin tarkastella seuraavia kysymyksiä:

- välittäjän tilillä oleviin arvopapereihin liittyvien sijoittajan oikeuksien luonne
- näiden oikeuksien siirto
- arvo-osuuksien siirron lopullisuus
- ns. upper-tier attachment -ilmiön kohtelu
- sijoittajansuoja välittäjän maksukyvyttömyystilanteessa
- näiden oikeuksien hankinta vilpittömässä mielessä sivullisten toimesta
- erot omistusoikeuksien siirtoon liittyvissä säännöissä yhtiöoikeudellisten toimien kannalta siltä osin kuin erot sisältyvät kansalliseen lainsäädäntöön
- arvopapereiden sijaintipaikan valinta.

Kunkin kysymyksen osalta olisi arvioitava kansallisen lainsäädännön eroja ja tarvittaessa tehtävä ehdotus sääntöjen yhdenmukaistamisesta.

3.2 Verotuskysymykset

Jäsenvaltiot ovat tehneet kahdenvälisiä sopimuksia, joiden nojalla sekä valtiolla, josta tulot ovat peräisin, että valtiolla, jossa on saajan verotuksellinen kotipaikka, voi olla sijoitustulojen verotusoikeus. Mahdollisesta kaksinkertaisesta verotuksesta voidaan vapauttaa kahdella tavalla. Joko toinen valtio vapauttaa tulot kokonaan verosta (tämä on epätavallista ja koskee pääasiassa vain ns. suorasijoittajia, joilla on vähintään vaikkapa 10 prosentin omistusosuus), tai asuinvaltio myöntää hyvityksen lähdevaltiossa pidätetystä verosta. Näitä kutsutaan yleisesti vapautus- ja hyvitysmenetelmiksi.

Tavallinen verokanta lähdevaltiossa voi kuitenkin olla suurelta osin verrattavissa asuinvaltiossa sovellettavaan verokantaan. Hyvitysmenetelmän käyttäminen johtaisi siihen, että asuinvaltiossa maksettaisiin hyvin vähän veroa, koska lähdevaltion vero kattaisi kokonaan (tai lähes kokonaan) mahdollisen verovelvollisuuden. On kuitenkin todennäköistä, että omistaja hyötyy verovaroin maksetuista palveluista juuri asuinvaltiossa. Siksi sopimuksissa määrätään yleensä tavallisen lähdeverokannan alennuksesta lähdevaltiossa, jotta osa verosta jää maksettavaksi asuinvaltiossa.

²⁴ UNIDROIT (International Institute for the Unification of Private Law) on riippumaton hallitustenvälinen organisaatio, jonka tarkoituksena on selvittää tarvetta ja keinoja yksityisoikeuden ja erityisesti kauppaoikeuden uudenaikaistamiseksi, yhdenmukaistamiseksi ja koordinoimiseksi valtioiden ja valtioryhmien välillä.

Giovanninin raporteissa yksilöitiin ja kehoitettiin viranomaisia ratkaisemaan tiettyjä käytännön ongelmia, jotka aiheutuvat menettelyistä, joiden mukaan vain tietyt välittäjät saavat soveltaa tavallisen lähdeverokannan alennusta. Tietyissä jäsenvaltioissa vain niiden alueelle sijoittautuneet laitokset saavat soveltaa lähdeveromenettelyä. Muissa jäsenvaltioissa ulkomaiset välittäjät saavat soveltaa alennettuja lähdeverokantoja vain sillä ehdolla, että ne nimeävät paikallisen veroedustajan. Giovanninin raporteissa esitetään, että tällainen tilanne estää tosiasiallisesti välittäjän mahdollisuuden rajatylittävään toimintaan tai arvopapereiden toimitusjärjestelmän välityspalvelujen käyttöön, joten se rajoittaa huomattavasti kilpailua rajatylittävien toimituspalvelujen tarjoamisessa. Näin markkinatoimijoita estetään valitsemasta tehokkainta keinoa rajatylittävään toimintaan, mikä puolestaan lisää koko prosessin tehottomuutta.

Eroja on myös niissä menettelyissä, joita jäsenvaltioissa käytetään lähdeveron perimiseen tai vähennyksen myöntämiseen lähdeverosta. Vaikka täysimääräinen tai osittainen vähennys myönnettäisiin, vähennykseen oikeutetut sijoittajat voivat ensin joutua maksamaan veron ja sitten perimään sen takaisin. Lähdeveron takaisinmaksuun sovellettavat menettelyt voivat olla erittäin monimutkaisia, ja ne voivat myös vaihdella huomattavasti eri jäsenvaltioissa. Tällaiset hankaluudet ja vaikeudet lisäävät merkittävästi rajatylittävän toimituksen kustannuksia.

Näiden tehokkaan rajatylittävän toimituksen esteiden merkitys tuotiin esille myös kuulemisessa, joka pidettiin *selvitystoimintaa* käsitteestä komission ensimmäisestä tiedonannosta. Osa vastaajista katsoi, että vaikka kattava verotuksen yhdenmukaistaminen ei toistaiseksi ole tarpeen, olisi yhdenmukaistettava verojen käsittelyyn liittyvät erilaiset menettelyt sekä varmistettava samalla kotimaisten ja ulkomaisten sijoittajien tasavertainen kohtelu.

Komissio huomauttaa, että painopiste on siirtymässä lähdeveroista yhä enemmän tietojenvaihdon lisäämiseen. Näin veroviranomaiset voivat saada käyttöönsä asianmukaiset tiedot ja periä oikeansuuruisen veron oikealta henkilöltä. Kansallisten rajojen yli saatujen korkotulojen verotusta koskeva neuvoston direktiivi 2003/48/EY²⁵ tukeutuu mahdollisimman laajaan tietojenvaihtoon. Lisäksi on olemassa keskinäisestä avunannosta perinnässä annettu direktiivi²⁶, jonka nojalla jäsenvaltion toimivaltaiset viranomaiset voivat auttaa toisen jäsenvaltion toimivaltaisia viranomaisia ensiksi mainitussa jäsenvaltiossa kannettavien välittömien ja välillisten verojen perinnässä toiseen jäsenvaltioon sijoittautuneelta velalliselta. Lisäksi alkuperäistä direktiiviä keskinäisestä avusta²⁷ uudenaikaistetaan parhaillaan, jotta sitä voitaisiin vahvistaa. Näin jäsenvaltioilla on entistä paremmat mahdollisuudet valvoa niiden lainkäyttöalueen ulkopuolelle sijoittautuneita veronmaksajia.

Uusi tilanne on otollinen hetki tarkastella muita saatavilla olevia mahdollisuuksia ja selvittää, voitaisiinko joitakin olemassa olevia sääntöjä muuttaa siten, että asiat olisivat entistä yksinkertaisempia yritysten kannalta ja että samalla turvattaisiin jäsenvaltioiden veronkanto-oikeudet.

²⁵ Neuvoston direktiivi 2003/48/EY, annettu 3 päivänä kesäkuuta 2003, säästöjen tuottamien korkotulojen verotuksesta (EUVL L 175, 26.6.2003, s. 38).

²⁶ Neuvoston direktiivi 2001/44/EY, annettu 15 päivänä kesäkuuta 2001, keskinäisestä avunannosta Euroopan maatalouden ohjaus- ja tukirahaston rahoitusjärjestelmään kuuluvista toimista johtuvien saatavien sekä maatalousmaksujen ja tullien perinnässä sekä arvonlisäverosta ja tietyistä valmisteveroista annetun direktiivin 76/308/ETY muuttamisesta (EYVL L 175, 28.6.2001, s. 17).

²⁷ Neuvoston direktiivi 77/799/ETY, annettu 19 päivänä joulukuuta 1977, jäsenvaltioiden toimivaltaisten viranomaisten keskinäisestä avusta välittömien verojen alalla (EYVL L 336, 27.12.1977, s. 15).

Giovanninin ryhmä esitti vielä, että transaktiokustannusten perintäjärjestelmän yhdentymisen EU:n nykyisten arvopapereiden toimitusjärjestelmien yhteydessä on verotuksellinen este. Raporteissa arvellaan, että toisen arvopapereiden toimitusjärjestelmän käyttäminen voisi siksi merkitä korotettuja transaktiokustannuksia. Mikäli tämä pitää paikkansa, toisia arvopapereiden toimitusjärjestelmiä voidaan tosiasiallisesti estää tarjoamasta välityspalveluja rajatylittävissä toimituksissa, jolloin järjestelmän tehokkuus vähenee. Giovanninin asiantuntijaryhmä kehotti viranomaisia ottamaan huomioon tämän esteen ja ehdottamaan sopivia ratkaisuja.

Komissio ehdottaa, että perustetaan asiantuntijaryhmä tarkastelemaan lähemmin niitä verotuskysymyksiä, joiden Giovanninin ryhmä ja selvitystoimintaa käsitelleen komission ensimmäisen tiedonannon vastaajat katsoivat olevan tehokkaan rajatylittävän toimituksen esteitä. Asiantuntijaryhmän olisi edelleen tarkasteltava ja analysoitava tällaisia kysymyksiä sekä annettava selvitys niiden merkityksestä ja mahdollisista vaihtoehtoisista keinoista jäsenvaltiolle kuuluvien verotulojen turvaamiseksi kuitenkin niin, että kaikki Euroopan unionin rahoituslaitokset voivat kilpailla tasavertaisina.

Asiantuntijaryhmän olisi lisäksi tehtävä tutkimus jäsenvaltioissa käytössä olevista erilaisista menettelyistä ja selvitettävä, voitaisiinko niitä lähentää, jotta muun muassa rajatylittävän toimituksen kustannuksia lisäävien sääntöjen kirjavuus voitaisiin poistaa tai sitä voitaisiin vähentää huomattavasti.

Komissio tarkastelee asiantuntijaryhmän tuloksia ja käyttää niitä jäsenvaltioiden veroviranomaisten kanssa käytävän keskustelun perustana verotuskysymyksiin liittyvää ennakkokuulemista koskevan vakiintuneen käytännön mukaisesti. Mikäli myöhemmät toimet yhteisön tasolla katsotaan aiheellisiksi, komissio pyrkii tekemään asianmukaisia ehdotuksia.

4. Kilpailupolitiikka

Kilpailupolitiikan johdonmukainen soveltaminen on osa *selvitystoimintaa* koskevaa komission yleistä lähestymistapaa. Olemassa olevien järjestelmien vapauttamista ja yhdentymistä edistävät toimenpiteet sekä kilpailupolitiikka täydentävät toisiaan, kun EU:ssa pyritään saamaan aikaan tehokkaat arvopapereiden selvitys- ja toimitusjärjestelmät.

Rahoitusalaan, kaikki kaupankäynnin jälkeiset toiminnot mukaan luettuina, sovelletaan samoja EU:n kilpailusääntöjä kuin kaikkiin muihin toimialoihin. Komissio tekee tiiviisti yhteistyötä kansallisten kilpailuviranomaisten kanssa tapauksissa, joissa on arvioitava sekä kansallisia että rajatylittäviä kysymyksiä, kuten tapauksissa, jotka koskevat väitettyä syrjintää kotimaisten ja ulkomaisten osallistujien pääsyssä. Lisäksi neuvoston asetuksen (EY) N:o 1/2003²⁸ täytäntöönpano toukokuussa 2004 lujittaa edelleen kansallisten kilpailuviranomaisten ja komission yhteistyötä kilpailusääntöjen soveltamisen valvontaa. Tämä edistää EY:n perustamissopimuksen 81 ja 82 artiklan tehokasta ja johdonmukaista soveltamista sekä kilpailun lisäämistä rahoitusosalalla.

Arvopapereiden selvitys- ja toimitusjärjestelmät laajentavat toiminta-alaansa, ja äskettäin on saatu esimerkkejä niiden rajatylittävästä yhdistymisestä, kun yhdistymistä on perinteisesti tapahtunut jäsenvaltioiden sisällä. Tähän on kuulunut esimerkiksi kansallisten infrastruktuurien (kuten arvopaperikeskusten) sulautuminen rajatylittävään toimintaan keskittyneiden yhtiöiden (kuten kansainvälisten arvopaperikeskusten) kanssa.

²⁸ Neuvoston asetus (EY) N:o 1/2003, annettu 16 päivänä joulukuuta 2002 (EYVL L 1, 4.1.2003, s. 1).

Vaikka komissio suhtautuu puolueettomasti vertikaaliseen tai horisontaaliseen yhdistymiseen sekä moninkertaisiin tai yksinkertaisiin infrastruktuuri- ja omistusprofiileihin, kuten millä tahansa toimialalla, ongelmia voi tulla, jos yhdistyminen johtaa määräävän markkina-aseman muodostumiseen tai vahvistumiseen. Toistaiseksi useimmat tämän alan sulautumat eivät ole ylittäneet neuvoston asetuksessa (ETY) N:o 4064/89²⁹ eli ns. sulautuma-asetuksessa asetettua raja-arvoa, joten niistä ei ole ilmoitettu EU:n kilpailuviranomaisille.

Komissio seuraa edelleen huolellisesti tämän alan sulautumia ja yritysostoja. Olemassa olevien ja sulautuman tuloksena syntyvien yritysten on noudatettava niille perustamissopimuksen 82 artiklassa asetettuja erityisvelvoitteita, jos niillä on määräävä asema. Lisäksi seurataan selvitys- ja toimituspalvelujen tarjoajien sopimuksia perustamissopimuksen 81 artiklan nojalla.

Tämän alan palvelujen ostajien ja tarjoajien oikeudet ja velvoitteet lisääntyvät sitä mukaa kuin järjestelmien yhdistyminen kiihtyy. Tietty erityiskysymykset on hyvä ottaa esille. Seuraavaa ei kuitenkaan saisi pitää kattavana luettelona kilpailuongelmista tai ennusteena tulevaisuudessa mahdollisesti ilmenevistä tilanteista.

Palvelujen tarjoaminen ja syrjimätön pääsy: Tällä toimialalla kiinnitetään erityistä huomiota kilpailusääntöjen noudattamiseen silloin, kun yritysten väliset sopimukset tai yhdenmukaistetut menettelytavat tai yrityksen määräävän aseman väärinkäyttö rajoittavat kilpailua tietyillä markkinoilla. Komissio ottaa arvioinnissaan huomioon taloudellisen tilanteen sekä tällaisten menettelytapojen tehokkuutta ja kilpailua yhtenäismarkkinoilla joko lisäävän tai haittaavan vaikutuksen.

Hinnoittelu: Komissio ei ole hintojen sääntelijä. Hintojen olisi määräydyttävä markkinoilla, mutta tässä on tiettyjä rajoituksia. Erityisesti määräävässä asemassa olevalla yrityksellä on EY:n perustamissopimuksen 82 artiklan nojalla velvollisuus välttää *"kohtuuttomien osto- tai myyntihintojen taikka muiden kohtuuttomien kauppaehtojen suora tai välillinen määrääminen"*³⁰ sekä *"erilaisten ehtojen soveltaminen eri kauppakumppaneiden samankaltaisiin suorituksiin kauppakumppaneita epäedulliseen kilpailuasemaan asettavalla tavalla"*³¹.

Yksinoikeussopimus: Termi "yksinoikeussopimus" kattaa monenlaisia toisistaan poikkeavia oikeudellisia tilanteita. Sen voidaan tulkita sisältävän lainsäädäntötoimenpiteet ja itsesääntelyn sekä toimialasopimukset. Yksinoikeusjärjestelyt eivät itsessään ole kiellettyjä kilpailusääntöjen mukaan. Niihin voidaan kuitenkin soveltaa EY:n perustamissopimuksen 81, 82 ja 86 artiklaa erityisesti rajatylittävien palvelujen kehittämisen yhteydessä. Tällaisiin määräyksiin saattaa arvopapereiden selvitystoiminnassa sisältyä esimerkiksi velvollisuus harjoittaa selvitystoimintaa ainoastaan tietyssä infrastruktuurissa tai sidotun keskusvastapuolen yksinomainen käyttö. Sen sijaan tietyn infrastruktuurin käyttöä koskevat järjestelyt, joihin ei sisälly yksinoikeutta, ovat pelkästään osoitus markkinoiden oikeudesta valita keskusvastapuolen tai arvopapereiden toimitusjärjestelmän palvelu, joten ne eivät aiheuta erityisiä ongelmia. Jos yritykset, joilla saattaa olla määräävä asema joko valtion toimenpiteiden tai yhdistymisen perusteella, hyötyvät tällaisista järjestelyistä, on kiinnitettävä erityistä huomiota perustamissopimuksen 82 artiklan noudattamiseen.

²⁹ Neuvoston asetus (ETY) N:o 4064/89, annettu 21 päivänä joulukuuta 1989 (EYVL L 395, 30.12.1989, s. 1).

³⁰ Perustamissopimuksen 82 artiklan a alakohta.

³¹ Perustamissopimuksen 82 artiklan c alakohta.

Komissio seuraa aktiivisesti markkinakehitystä selvitystoiminnassa. Palveluntarjoajia kehoitetaan sillä välin omaksumaan ennakoiva lähestymistapa kilpailuun oman liiketoimintansa kehittämisessä ja etsimään keinoja mahdollisten kilpailuongelmien välttämiseksi varhaisessa vaiheessa.

PÄÄTELMÄT

Tässä tiedonannossa määritetään ne keskeiset poliittiset tavoitteet, jotka komissio on ottanut huomioon ehdottaessaan tulevia toimia EU:n tasolla. Siihen sisältyvässä toimintasuunnitelmassa kuvataan niitä monia aloitteita, jotka on toteutettava, jotta EU:ssa saataisiin aikaan yhdentynyt, turvallinen ja tehokas arvopapereiden selvitys- ja toimitusympäristö.

Euroopan parlamentilta, neuvostolta, Euroopan keskuspankilta, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealta, alueiden komitealta, kansallisilta sääntely- ja valvontaviranomaisilta, muilta EU:n ja kansallisilta järjestöiltä ja keskusjärjestöiltä, markkinatoimijoilta, yhteisösjoiittajilta, infrastruktuurin tarjoajilta sekä muilta asianosaisilta pyydetään tätä tiedonantoa koskevia huomautuksia viimeistään 30. heinäkuuta 2004. Huomautukset voi lähettää osoitteeseen DG MARKT G1, European Commission, B-1049 Brussels (sähköpostiosoite <Markt-Clearing-Settlement@cec.eu.int>).

Lisäksi komissio kehottaa Euroopan parlamenttia ja neuvostoa kannattamaan tässä tiedonannossa kuvattua lähestymistapaa.

Liite 1

Giovanninin esteet
Monenlaiset tietotekniikkaympäristöt ja käyttöliittymät
Selvitystoiminnan sijaintipaikkaa koskevat rajoitukset
Kansalliset erot yhtiöoikeudellisiin toimiin sovellettavissa säännöissä
Erot päivänsisäisen selvityksen lopullisuuden saatavuudessa tai ajoituksessa
Etäosallistumisen esteet
Kansalliset erot toimitusajoissa
Kansalliset erot aukioloajoissa tai toimituksen määräajoissa
Kansalliset erot arvopapereiden liikkeeseenlaskukäytännöissä
Arvopapereiden sijaintipaikkaa koskevat rajoitukset
Päämarkkinatakaajien ja markkinatakaajien toimintaa koskevat rajoitukset
Ulkomaisille välittäjille epäedulliset lähdeverotusmenettelyt
Toimitusjärjestelmään sisällytetty veronkanto
Kansalliset erot arvopapereiden oikeudellisessa kohtelussa
Kansalliset erot kahdenvälisen nettoutuksen oikeudellisessa kohtelussa
Lainvalintasääntöjen epätasainen soveltaminen

Liite 2: SANASTO

Keskusvastapuoli (Central Counterparty): *Selvitystehtävän* hoitava yhteisö.

Selvitystehtävä (Clearing function): Toiminnot, joilla vastapuolet suojataan jälleenhankintakustannusriskiltä.

Selvitys- ja toimituspalvelujen tarjoajat (Clearing and Settlement service providers): Arvopapereiden toimitusjärjestelmät, keskusvastapuolet, säilytisyhteisöt ja selvitysosapuolet.

Selvitysosapuoli (Clearing member): Välittäjä *selvityspalvelujen* tarjoamisessa.

Säilytisyhteisö (Custodian): Välittäjä *toimituspalvelujen* tarjoamisessa.

Välittäjän ominaisuus (Intermediary capacity): Suoran tai välillisen pääsyn tarjoaminen liikkeeseenlaskijana olevaan arvopapereiden toimitusjärjestelmään tai keskusvastapuoleen, jonka kanssa markkinat ovat toteuttaneet asianmukaiset selvitysjärjestelyt.

Sijoittajana oleva arvopapereiden toimitusjärjestelmä (Investor-SSS): Välittäjän ominaisuudessa toimiva arvopapereiden toimitusjärjestelmä.

Liikkeeseenlaskijana oleva arvopapereiden toimitusjärjestelmä (Issuer-SSS): Arvopapereiden toimitusjärjestelmä, jossa arvopaperit pysäytetään tai muutetaan arvo-osuuksiksi.

Markkinat (Markets): Säännellyt markkinat ja monenkeskiset kaupankäyntijärjestelmät, sellaisina kuin ne määritellään ehdotuksessa Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi rahoitusvälineiden markkinoista.

Jälleenhankintakustannus (Replacement cost): Mahdolliset kaupan vastapuolen maksukyvyttömyydestä aiheutuvat tappiot.

Arvopapereiden selvitys- ja toimitusjärjestelmä (Securities Clearing and Settlement System): Kaikki arvopaperikaupan loppuun saattamiseksi tarvittavat institutionaaliset järjestelyt.

Arvopapereiden toimitusjärjestelmä (Securities Settlement System): Kaikki toimitusta edeltäviä tehtäviä sekä toimitus- ja säilytystehtäviä hoitavat laitokset, varsinkin arvopaperikeskukset, lukuun ottamatta säilytisyhteisöjä.

TARGET: Euroopan laajuinen automatisoitu reaaliaikainen bruttomaksujärjestelmä (Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System), joka koostuu euron ja EKP:n maksumekanismiin käyttöön ottaneiden EU-maiden kansallisista RTGS-maksujärjestelmistä.