

Euroopan talous- ja sosiaalikomitean Lausunto aiheesta Rahoitusalan yhdentyminen: Euroopan pörssimarkkinat (oma-aloitteinen lausunto)

(2008/C 162/25)

Euroopan talous- ja sosiaalikomitea päätti 16. tammikuuta 2007 työjärjestyksensä 29 artiklan 2 kohdan nojalla antaa oma-aloitteisen lausunnon aiheesta

Rahoitusalan yhdentyminen: Euroopan pörssimarkkinat.

Asian valmistelusta vastannut "talous- ja rahaliitto, taloudellinen ja sosiaalinen yhteenkuuluvuus" -erityis- jaosto antoi lausuntonsa 24. tammikuuta 2008. Esittelijä oli Jochen **Lehnhoff**.

Euroopan talous- ja sosiaalikomitea hyväksyi 13.–14. helmikuuta 2008 pitämässään 442. täysistunnossa (helmikuun 13. päivän kokouksessa) seuraavan lausunnon. Äänestyksessä annettiin 103 ääntä puolesta ja 4 vastaan 9:n pidettyssä äänestämässä.

1. Päätelmät ja suositukset

1.1 Euroopan talous- ja sosiaalikomitea kehottaa Euroopan unionin toimielimiä tiedottamaan yhteisön kansalaisille nykyistäkin aktiivisemmin, mitä etuja arvopaperikaupan yhdenmukaistetut sääntelypuitteet heille tuovat. Tällä tavoin voidaan edistää sitä, ettei sijoituksia tehdä vain kotimarkkinoilla (*home bias*), kuten edelleen laajalti tapahtuu.

1.2 Komitea suosittaa, että komissio kiinnittää rahoituspalvelupolitiikkaa käsittelevän valkoisen kirjan⁽¹⁾ mukaisessa rahoituspalveluiden toimintasuunnitelman jälkiarvioinnissa erityistä huomiota siihen, edistävätkö pörssisejät ja muita kaupankäyntipaikkoja koskeviin yhteisön säädöksiin tehdyt lukuisat muutokset Euroopan pörssimarkkinoiden tarkoituksenmukaista yhdyntymistä ja helpottavatko ne rajatylittävää sijoittamista.

1.3 Ennen kaikkea tulisi arvioida rahoituspalvelujen toimintasuunnitelmaan kuuluvien säädösten, eli rahoitusväline-markkinoita koskevan direktiivin⁽²⁾, arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettavasta esitteestä annettun direktiivin⁽³⁾ ja avoimuusvaatimuksia koskevan direktiivin⁽⁴⁾, vaikutuksia sekä nykyisiä pyrkimyksiä helpottaa rajatylittävän rahoitusvälinekaupan selvitystä (erityisesti infrastruktuurioperaattoreiden omaehtoisen sitoumuksen täytäntöönpanoa selvitys- ja toimituspalveluiden käytännösääntöjen mukaisesti ja Euroopan keskuspankin toimia yhteisen eurooppalaisen järjestelmälustan (*Target2 Securities*) luomiseksi toimituspalveluita varten).

(1) http://ec.europa.eu/internal_market/finances/policy/index_en.htm.

(2) Euroopan Parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/39/EY, annettu 21. huhtikuuta 2004, rahoitusvälineiden markkinoista sekä neuvoston direktiivin 85/611/ETY ja 93/6/ETY ja Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2000/12/EY muuttamisesta ja neuvoston direktiivin 93/22/ETY kumoamisesta, EUVL L 145, 30.4.2004, s. 1–44.

(3) Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2003/71/EY, annettu 4 päivänä marraskuuta 2003, arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettavasta esitteestä ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta, EUVL L 345, 31.12.2003, s. 64–89.

(4) Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/109/EY, annettu 15 päivänä joulukuuta 2004, säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopapereiden liikkeeseenlaskijoita koskeviin tietoihin liittyvien avoimuusvaatimusten yhdenmukaistamisesta ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta.

1.4 Komitean mielestä on syytä odottaa arvioinnin valmistumista ennen kuin toteutetaan lisä- tai täydennystoimia yhdyntymisen edistämiseksi. Komitea tekee ehdotuksia pörssimarkkinoiden integroinnin edistymisestä myöhemmin, jos se on komitean mielestä tarpeen.

1.5 Vuonna 2005 annetussa teollisuuspolitiikkaa käsittelevässä tiedonannossa⁽⁵⁾ esitetään seitsemän sektorien välistä aloitetta, joiden on tarkoitus helpottaa sektorikohtaisten aloitteiden toteuttamista. Komitea katsoo, että sektorien välisten aloitteiden luetteloon tulisi lisätä sellaisten rahoitusmarkkinoiden kehittämisen, jotka toimivat tehokkaasti ja joille eurooppalaiset yritykset, erityisesti pk-yritykset, pääsevät kohtuullisin kustannuksin. Rahoitusvälineiden markkinoista annettun direktiivin tavoitteena on parantaa rahoitusmarkkinoiden toimintatapaa, mutta rahoitusmarkkinoiden liitännäisvaikutusten vuoksi niiden roolia Euroopan kilpailukyvyyn parantamisessa on välttämätöntä tarkastella aiempaa kattavammin. Komitea pahoittelee, ettei aiheesta käynnistetty keskustelua teollisuuspolitiikan väliarvioinnin⁽⁶⁾ yhteydessä.

Huomiota tulisi kiinnittää erityisesti eri pörssiseihin, koska niillä on markkinataloudessa kaiken kaikkiaan keskeinen merkitys. Tässä yhteydessä olisi seurattava lähinnä itsenäisten liikkeeseenlaskijoiden rahoitusvälineiden sekä nopeasti kehittyvien tai paljon luonnonvaroja omistavien valtioiden liikkeeseen laskemien obligaatioiden liikkeitä, erityisesti jos näiden toimijoiden osuus pörssimarkkinoilla tehtävistä sijoituksista on poikkeuksellisen suuri. Näin on esimerkiksi Lontoon pörssissä, jossa 48 prosenttia arvopapereista on nykyään dubailaisten ja qatari-laisten rahastojen omistuksesta. Komission olisi ylipäänsä tehtävä yhteistyötä jäsenvaltioiden ja valvontaviranomaisten kanssa, jotta voitaisiin parantaa tällaisten rahastojen avoimuutta, saataisiin käsitys niiden taustoista ja voitaisiin varmistaa, etteivät niiden vaikuttimet ole poliittisia. Lähtökohtaisesti ETSK "kiirehtii komissiota tekemään mahdollisimman pian säädösehdotuksen, jolla pyritään parantamaan institutionaalisten sijoittajien investointitoimintaan ja äänestysperiaatteistaan antamia tietoja".⁽⁷⁾

(5) "Yhteisön Lissabon-ohjelman täytäntöönpano: EU:n valmistusteollisuutta vahvistavat toimintapuitteet — Yhtenäisempi lähestymistapa teollisuuspolitiikkaan", KOM(2005) 474 lopullinen.

(6) "Teollisuuspolitiikan väliarviointi — EU:n kasvu- ja työllisyysstrategiaan liittyvä tiedonanto", KOM(2007) 374 lopullinen.

(7) Ks. ECO/202 "Rahoitusmarkkinoiden taloudelliset ja sosiaaliset seuraukset" (CESE 1262/2007), EUVL 2008/C 10/23 ja INT/332 "Yhtenäismarkkinoiden tarkastelu" (CESE 89/2007), EUVL 2007/C 93/06.

2. Lausuntoa tukevat perustelut

2.1 Perusteet lausunnon laatimiselle

2.1.1 Rahoitusalan yhdentymisen on Euroopan talous- ja rahaliiton olennainen osa, ja euron käyttöönoton jälkeen siitä on tullut tärkeä tavoite. Useimmissa asiasta tehdyissä tutkimuksissa todetaan, että rahoitusalan yhdentymisen vaikuttaa kiistatta myönteisesti Euroopan talouteen.

2.1.2 Koska Euroopan rahoitusalan yhdentymisestä voi olla merkittävää hyötyä koko taloudelle ja koska monet markkina-segmentit eivät tällä hetkellä vielä ole riittävästi yhdentyneet, on välttämätöntä, että kaikki osapuolet sitoutuvat jatkamaan yhdenmisyysprosessia sinnikkäästi, kunnes se saadaan päätökseen.

2.1.3 Yhdennettyjen, kilpailukykyisten ja toimivien rahoitusmarkkinoiden luominen on sisämarkkinoiden ja Lissabonin tavoitteiden olennainen osa ja edellytys sille, että kasvun ja työllisyyden tuomat edut voidaan hyödyntää täysimittaisesti.

2.1.4 Kaikki finanssikeskukset hoitavat kokonaistalouden kannalta tärkeitä tehtäviä. Pörssillä on keskeinen rooli jäsenvaltioiden rahoitusmarkkinoilla, ja siksi ne samaistetaan usein kansallisesti tärkeisiin julkisiin laitoksiin. Euroopan pörssialaa hallitsevat perinteiset ja usein jäsenvaltiokohtaiset toimijat. Muutamista pörssifuusioista ja -yhteenliittymistä huolimatta rahoitusmarkkinat ovat edelleen hajanaiset, ja erilaisia finanssikeskuksia on tusinan verran. Maantieteellisestä sijainnista johtuvat rajoitukset ja ristiriidat voidaan kuitenkin välttää hoitamalla liiketoimet sähköisesti.

2.1.5 Rahoitusalan yhdentymisen on ennen kaikkea markkinälähtöinen prosessi, mutta se edellyttää myös markkinavoimien ja julkisen vallan toimien tehokasta vuorovaikutusta. EU:n jäsenvaltioiden viranomaisten on jatkossakin tuettava yhdenmisyysprosessia päättäväisesti. Tämä tarkoittaa erityisesti sitä, että jäsenvaltioiden ja unionitason viranomaisilla on oltava vakaa tahto sellaisen oikeudellisen kehityksen ja sääntelyjärjestelmän luomiseen, jonka on tarkoitus edistää sisämarkkinoiden yhdentymisen ja rahoitusjärjestelmän vakautta.

2.1.6 Euroopan osakemarkkinoiden merkitys yritysten rahoituksen lähteenä on ajan mittaan kasvanut, tosinaan hyvinkin jyrkästi. Näin ollen pitkälle kehittyneet pörssimarkkinat lisäävät kokonaisinvestointeja ja pienentävät kustannuksia. Pörssimarkkinat voivat niin ikään edistää merkittävästi ulkoisten lisäresurssien saantia. Lisäksi rahoitusallalla on tärkeä merkitys siksi, että se takaa varojen jakautumisen, mikä mahdollistaa muiden taloudenalojen kehittymisen.

2.1.7 Rahoitusmarkkinoita koskevien jäsenvaltiokohtaisten sääntöjen suuret erot ovat toiminnan este. Pörssien yhteenliittymät eivät (rahoitusta koskevan sääntelyn strategisina osatekijöinä) yksistään riitä, jotta sääntelyn yhdenmukaistamista koskevat vaatimukset saataisiin täytettyä.

2.1.8 Arvopaperimarkkinoilla, esimerkiksi joukkolaina- ja osakemarkkinoilla, on äärimmäisen tärkeää jatkaa arvopapereiden selvitys- ja toimitusinfrastruktuurin yhdentämistä. Puutteellisesti yhteenliitetyt selvitys- ja toimitusjärjestelmiä on edelleen runsaasti.

2.1.9 Nyt kun rahaliitto itse asiassa suosii yleiseurooppalaista arvopapereiden hallinnointimenettelyä, Manner-Euroopan osamarkkinat ovat paradoksaalisessa tilanteessa: vaikka toimeksiannot hoituvat sähköisesti, niiden kustannukset ovat suuret. Ristiriitä selittyy ennen kaikkea sillä, että rajatylittävien liiketoimien kustannukset ovat edelleen aivan liian korkeat.

2.2 Yleistä Euroopan pörssimarkkinoista

2.2.1 (Arvopaperi)pörssit mahdollistavat rahoitusvälineiden tarjonnan ja kysynnän yhteensaattamisen (pörssin markkinatoiminta). Sijoittajan näkökulmasta pörssi mahdollistaa rahoitusvälineen hankkimisen tai luovuttamisen. Yrityksille pörssi on merkittävä vieraan ja oman pääoman hankkimisen paikka. Pörssit ovat näin ollen pankkien luotonannon ohella olennaisia yritysten rahoituslähteitä. Ilman toimivia pörssimarkkinoita uusien rahoitusvälineiden välittäminen olisi mahdollista vain hyvin pienessä mittakaavassa. Aitojen eurooppalaisten pörssimarkkinoiden syntyminen voisi tarjota yrityksille uusia mahdollisuuksia liiketoiminnan rahoittamiseen arvopapereiden liikkeen laskun ansiosta. Mahdollisuuksia voisi avautua myös ja etenkin yrityksille maissa, joiden pörssikaupassa likviditeetti on alhainen ja liikkeeseen lasku rajallista. Eurooppalaisten pörssimarkkinoiden pitäisi lisäksi edistää sitä, että sijoittajat eivät keskity ainoastaan omille kotimarkkinoilleen, kuten tilanne tällä hetkellä on, vaan voivat hyötyä koko eurooppalaisen talousalueen kasvusta.

2.2.2 Yleisesti ottaen on kuitenkin todettava, että yritykset sijoittavat vain murto-osan investoinneistaan (bruttoinvestoinnit) pörssimarkkinoille. Myös osakkeiden netto-liikkeeseenlasku on laskussa Yhdysvalloissa, ja euroalueella sitä ei ole lainkaan. Pörssissä noteerattujen yritysten määrä ei juuri vaihtelee, joten asiaa ei voi selittää sillä. Selitys piilee siinä, että yritykset hankkiutuvat eroon omista osakkeistaan ostamalla niitä takaisin. Näin ne pyrkivät nostamaan rahoitusmarkkinoiden merkittäväntä indikaattoria eli osaketuottoa.

2.2.3 Pörssien julkisen tehtävän täyttämiseen tarvitaan kaksi seikkaa: ensinnäkin on tehtävä liiketoimi (kauppa) ja toisekseen rahoitusvälineen ja rahan on vaihdettava omistajaa (selvitys) ⁽⁸⁾ Siitä huolimatta, että vasta molemmat yhdessä, kauppa ja selvitys, mahdollistavat pörssitoiminnan, ovat ne erillisiä

⁽⁸⁾ Tästä käytetään usein englanniksi termiä "Clearing und Settlement" (selvitys ja toimitus)

tapahtumia, jotka fyysisesti suoritetaan erillisillä teknisillä järjestelmälustoilla. Kaupan hoitaa pörssi, selvityksen taas tekee keskusvastapuoli (CCP) ja arvopaperikeskukset (Central Securities Depositories). Viimeksi mainitut vastaavat pääosin arvopapereiden säilyttämisestä sekä kirjaavat omistusoikeuden siirrot. ⁽⁹⁾

2.2.4 Jokaisessa jäsenvaltioissa on vähintään yksi arvopaperipörssi. ⁽¹⁰⁾ Lisäksi olemassa on monenkeskisiä kaupankäyntijärjestelmiä (MTF), jotka pörssien tavoin saattavat yhteen rahoitusvälineiden osto- ja myyntitoimeksiannot, sekä kauppojen sisäisiä toteuttajia, jotka tekevät sopimukset suoraan asiakkaidensa kanssa. Selvitys tapahtuu pääosin kansallisten arvopaperikeskusten kautta, joilla on kotivaltiossaan monopoliasema tiettyjen palvelujen tuottamisessa.

2.2.5 Kauppapaikkojen moninaisuuden sinänsä ei pidä katsoa olevan haitta eurooppalaisilla pääomamarkkinoilla. Päinvastoin, eri kauppapaikkojen välisen tehokkaan kilpailun pitäisi markkinatalouden sääntöjen mukaan johtaa siihen, että sijoittajien liike-toimikustannukset pienenevät. Siksi on hyvä, että rahoitusvälineiden markkinoista annettua direktiivillä ⁽¹¹⁾ pyritään kauppapaikkojen välisen kilpailun vahvistamiseen. ⁽¹²⁾

2.2.6 Kauppapaikkojen välisen kilpailun toimiminen edellyttää kuitenkin sitä, että Euroopan pörssien välillä voi vallita aito kilpailu. Tähän asti kilpailua on estänyt useissa jäsenvaltioissa voimassa oleva niin kutsuttu keskittymäsääntö, jonka mukaan kaikki toimeksiannot oli suoritettava säännellyillä markkinoilla, tavallisesti paikallisissa pörssissä. Tällaisen kansallisen sääntelyn mahdollisuus poistui rahoitusvälineiden markkinoista annettua direktiivin myötä. Eurooppalaista kilpailua edelleen haittaava tekijä voi olla pörssien puhtaasti kansallisen taustan vuoksi se, että yksittäiset pörssit voivat tarjota ainoastaan rajallista kansallista kaupankäynnin kohteena olevaa rahoitusvälineiden valikoimaa. Mikäli esimerkiksi saksalaisessa pörssissä ei voi kaupata ranskalaisia rahoitusvälineitä, mitään kilpailua ei voi syntyä.

2.2.7 Katsaus suurissa eurooppalaisissa pörseissä kaupattaviin rahoitusvälineisiin osoittaa kuitenkin, että — mahdollisia oikeudellisia esteitä lukuun ottamatta — kauppapaikkojen väliselle kilpailulle ei ole tosiasiallisia esteitä. Niinpä esimerkiksi Saksan pörseissä käydään kauppaa yli 13 000 ulkomaalaisella rahoitusvälineellä. ⁽¹³⁾ Vaikka muista pörseistä ei vastaavia lukuja voikaa löytää, osoittaa esimerkki, että kauppapaikkojen väliselle tehokkaalle kilpailulle on olemassa edellytykset. Mahdolliset kansalliset oikeudelliset esteet menettävät merkityksensä rahoituspalvelujen toimintasuunnitelman (FSAP) täytäntöpanon myötä. Niinpä esitedirektiivillä mahdollistetaan Euroopan laajuisten rahoitusvälineiden levittäminen yhden ainoan

⁽⁹⁾ Niillä on myös muita tehtäviä, jotka koituvat arvopaperien säilyttämisestä. Tällaisia ovat esimerkiksi yhtiöoikeudelliset toimet (Corporate Actions).

⁽¹⁰⁾ Jäsenvaltioiden yksittäiset pörssit luetaan komission yhteenvedossa säännellyistä markkinoista (EUVL C 38, 22.2.2007).

⁽¹¹⁾ Direktiivi 2004/39/EY (EUVL L 145, 30.4.2004, s 1).

⁽¹²⁾ Vrt. rahoitusvälineiden markkinoista annettua direktiivin johdantosan 34 kappale sekä 27 artiklan ja sitä seuraavien artikloiden markkinoiden avoimuutta koskevat säännökset.

⁽¹³⁾ Lähde: *Deutsche Börse Info Operation, Total Turnover Foreign Shares*, maaliskuu 2007: www.deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/notes-content/gdb_navigation/listing/50_Reports_and_Statistics/60_Order_Book_Statistics/INTEGRATE/statistic?notesDoc=/maincontent/Monatsstatistik+auslaendischer+Aktien&expand=1.

esitteen avulla. Rahoitusvälineiden markkinoista annettua direktiivillä ei ainoastaan yhdenmukaisteta sijoittajan suojaa koskevia vaatimuksia, vaan myös pörssin ja pörssin ulkopuolisten kauppapaikkojen toimintaa ja niissä käytävän kaupan sääntöjä. Lisäksi avoimuusvaatimuksia koskevalla direktiivillä yhdenmukaistetaan pääomamarkkinoita koskevaa tietoa. Euroopan unionin toimielinten tehtävä on nyt arvioida uuden lainsäädännön konkreettisia vaikutuksia sekä tarvittaessa korjata virheellistä kehitystä. Arvioinnissa mittapuuna olisi käytettävä sitä, kuinka rahoitusmarkkinoiden toimintasuunnitelman tavoitteet, etenkin kansalliset rajat ylittävä rahoitusmarkkinoiden organisointi, on saavutettu.

2.2.8 Voidaan kysyä, vaarantaako pörssien välinen kilpailu hinnanmuodostusmekanismien laadun (ja siten pörssien julkisen tehtävän), ja pitäisikö tätä ehkäistä konsolidointia edistämällä. Ensimmäisellä näytetään siltä, että likviditeetin jakautuminen useaan eri kauppapaikkaan vaarantaa laadun. Kuitenkaan siitä, että Euroopassa on useita kauppapaikkoja, ei voida välttämättä vetää johtopäätöstä, että hinnanmuodostus olisi heikkolaatuista. Hintarojen hyödyntämisen kaltaiset kaupan mekanismit toimivat tasoittavina tekijöinä. Lisäksi 1. marraskuuta 2007 lähtien kauppapaikkoihin on sovellettu kattavia ja yhdenmukaistettuja kauppaa edeltäviä ja kaupan jälkeisiä avoimuusvaatimuksia (rahoitusvälineiden markkinoista annettua direktiivin 27 artikla ja sen jälkeiset artikkelit). Näiden tarkoitus on taata hintojen vertailukelpoisuus eri kauppapaikoissa ja siten ehkäistä edellä mainittua pirstaloitumista. Tämä lähestymistapa tuntuu toimivan, mikäli sitä on mahdollista arvioida näin vähän aikaa rahoitusvälineiden markkinoista annettua direktiivin täytäntöpanon jälkeen jäsenvaltioissa. Esimerkiksi yhdeksän investointipankin konsortio "Project Boat" julkaisee pörssien ulkopuolella tehtyjen kauppojen tietovirrat, jotka suuret rahoitustiedotusta tarjoavat palveluntarjoajat keräävät yhteen pörssi- ja monenkeskisten kaupankäyntijärjestelmien tietojen kanssa. Näin taataan se, että eri kauppapaikkojen hinnat vaikuttavat toisiinsa. Siksi likviditeetin lisäämiseksi ei tarvita pörssi-yhtiöiden omistajien tekemiä konsolidointeja.

2.2.9 Kuten komission jäsen Charlie McCreevy painottaa, fuusioiden tai yrityskauppojen hyväksymis- tai kieltämispäätökset ovat puhtaasti pörssi-yhtiöiden liiketoiminnallisia päätöksiä, mutta niiden olisi tapahduttava markkinalähtöisesti. Poliittisesta näkökulmasta katsoen ratkaisevaa on vain se, onko fuusiolle tai yrityskaupoille oikeudellisia esteitä, ja jos on, voidaanko niitä poistaa.

2.2.10 Kaupankäyntijärjestelmän harjoittajien väliselle fuusiolle tai yrityskaupalle ei ole olemassa sen enempää oikeudellisia esteitä kuin muillekaan yhtiöoikeudellisille fuusioille tai yrityskaupoille. Tuoreena esimerkkinä tästä ovat Lontoon pörssi, joka suunnittelee ostavansa Italian pörssin, sekä eurooppalaisen oikeusalueen ylittävä New Yorkin pörssin ja Euronextin fuusio.

2.2.11 Yhteisen Euroopan laajuisen kaupankäyntialustan perustamiseen liittyy kuitenkin tiettyjä oikeudellisia ongelmia.

Tällaisista esteitä voidaan mainita toimilupavaatimusten ja kaupankäyntitapojen erot sekä erot vero- ja kirjanpitosäännöksissä. ⁽¹⁴⁾ Rahoitusvälineiden markkinoista annetun direktiivin ja esitedirektiivin hyväksymisen jälkeen ei ole tehty tutkimusta siitä, miten merkittäviä nämä esteet ovat. Vaikuttaa kuitenkin siltä, että nämä esteet eivät ole käytännössä ylityspääsemättömiä. Esimerkkinä tästä ovat Amsterdamin, Brysselin, Pariisin ja Lissabonin pörssien onnistunut sulautuminen Euronextiksi sekä Baltian ja Pohjoismaiden pörssien yhdistyminen OMX Nordic -pörssiksi. Lisäksi jo nyt, vain varsin vähän aikaa rahoitusvälineiden markkinoista annetun direktiivin hyväksymisen jälkeen, näyttää siltä, että pörssit kilpailevat tulevaisuudessa yhä enemmän ja yhä tiukemmin monenvälisten kauppajärjestelmien kanssa, jotka voivat toimia kaikissa jäsenvaltioissa eurooppalaisen passin ansiosta. Tästä esimerkkejä ovat seitsemän investointipankin Turquoise-niminen aloite sekä vuoden 2007 maaliskuussa Lontoossa käynnistetty Chi-X Europe Limitedin Chi-X järjestelmälusta. Siksi eurooppalaisten pörssimarkkinoiden syvempi yhdentyminen ei näytä ainoastaan mahdolliselta, vaan sen pitäisi olla totta jo lähitulevaisuudessa. ⁽¹⁵⁾

2.2.12 Pörssimarkkinoiden yhdentymisen edistämistä ei kuitenkaan saa ymmärtää niin, että kaikki kauppa- ja selvityspaikat haluttaisiin keskittää yhdelle ainoalle yleiseurooppalaiselle kaupalliselle järjestelmälustalle. Ei pidä unohtaa, että sekä uudet pörssin ulkopuoliset kauppapaikat että perinteiset pörssit ovat likeyrityksiä, joiden tarkoitus on tuottaa voittoa, ja että monopoliaseman myöntäminen johtaisi siihen, että sekä liikkeenlaskijoiden että sijoittajien edut huononisivat. ⁽¹⁶⁾

2.2.13 Näin ollen komitea kehottaa Euroopan unionin toimielimiä tutkimaan vaihtoehtoja yhdentymisen edistämiseksi kilpailun avulla silloin, kun pörssien keskittyminen näyttää johtavan siihen, että alueellisten pk-yritysten pääsy niihin vaikeutuu ratkaisevasti. On huomattava, että pk-yrityksille alueelliseen pörssiin listautuminen on usein helpompaa kuin suuriin eurooppalaisiin pörssiin. Aluetasolla solmittujen tiiviiden suhteiden ansiosta investoijat ovat alueellisen pörssin kautta suoraan tavoitettavissa. Siksi on arvioitava huolella, näyttääkö tuleva kehitys johtavan siihen, että pk-yritysten listautuminen pörssiin vaikeutuu. Mikäli näin on, ratkaisu voisi olla se, että perustetaan yksi tai useampia yksityisiä pörssejä, joiden tehtävä olisi keskittyä erityisesti pk-yritysten tarpeisiin.

3. Erityishuomioita: Selvitys (Clearing) ja toimitus (Settlement) pörssimarkkinoilla

3.1 Suurin este tehokkaammalle eurooppalaiselle pörssirakenteelle ei ole pörssien perinteinen alueellinen suuntautuminen, vaan erilaiset selvitysjärjestelmät, jotka Euroopassa yleensä vaihtelevat maasta toiseen. Tämä vaikeuttaa kansallisten rajojen yli tehtyjen pörssikauppojen selvitystä ja nostaa kustannuksia.

⁽¹⁴⁾ McAndrew/Stefanadis: *Current Issues in Economics and Finance* (Federal Reserve Bank of New York), kesäkuu 2002, s. 1, 3–4.

⁽¹⁵⁾ Katso myös EKP:n kuukausikatsaus marraskuu 2007, s. 67, 77 ja sitä seuraavat sivut.

⁽¹⁶⁾ Katso myös EKP:n kuukausikatsaus marraskuu 2007, s. 67 ja 74–75.

(Kuitenkin puhtaasti kansalliseen arvopaperikauppaan tarkoitetut selvitysjärjestelmät ovat usein erittäin tehokkaita ja tarjoavat edullisia ratkaisuja, joita ei konsolidointipyrkimyksissä tulisi asettaa kyseenalaisiksi.) Useita merkittäviä aloitteita on jo tehty kansallisen pirstaloitumisen lopettamiseksi ja tehokkaamman eurooppalaisen selvitysjärjestelmän luomiseksi.

3.2 Giovannini-raporteissa ⁽¹⁷⁾ yksilöitiin pörssikaupan tehokkaan selvityksen esteet ja analysoitiin niitä. Raporttien mukaan kansallisia eroja on eritoten teknisissä standardeissa ja markkinaikäytännöissä sekä verotuskäytännöissä ja lainsäädännössä. ⁽¹⁸⁾ Tällä hetkellä infrastruktuurioperaattorit ja markkinaosapuolet (etenkin pankit) etsivät ensin mainittuihin ratkaisuja Euroopan komission selvitystoimintaa käsittelevän neuvoa-antavan seurantaryhmä (CESAME) johdolla. ⁽¹⁹⁾ Esimerkiksi yleiset vapaapäivät, jolloin selvitysjärjestelmät ovat kiinni, on pitkälti yhdenmukaistettu, ja parhaillaan työskennellään yhtiöoikeudellisten toimien selvityksen (Corporate Actions) yhdenmukaistamiseksi.

3.3 Mikäli aloite Euroopan laajuisesta arvopaperikauppojen järjestelmälustasta toteutuu, myös tekniset standardit ja markkinakäytännöt saadaan pitkälti yhdenmukaistettua. Vuoden 2006 heinäkuussa Euroopan keskuspankki ja euroalueen kansalliset keskuspankit ehdottivat arvopaperikauppojen selvittämistä varten yhtenäisen eurooppalaisen järjestelmälustan perustamista. ⁽²⁰⁾ Tämä tunnetaan nimellä "Target2/Securities" sillä se on teknisesti liitetty jo olemassa olevaan Euroopan laajuisen maksujärjestelmään. Euroopan keskuspankki julkaisi tammikuussa 2007 ensimmäiset selvitykset suunnitellun järjestelmälustan taloudellisista, oikeudellisista ja teknisistä vaikutuksista. ⁽²¹⁾ Tällä hetkellä järjestelmän teknisiä vaatimuksia työstehtään yhdessä käyttäjien kanssa. ⁽²²⁾

3.4 Euroopan keskuspankki kaavailee, että Target2/Securities kattaa tulevaisuudessa kaikki arvopaperikaupat, jotka selvitetään keskuspankkirahassa. Suunnitellun alustan on tarkoitus olla yhtenäisesti käytettävissä pääsääntöisesti kaikkialla Euroopassa ja siten helpottaa oleellisesti kansalliset rajat ylittävien arvopaperikauppojen selvitystä.

3.5 Onnistuessaan Target2/Securities-järjestelmä poistaa valtioiden rajat ylittävän keskuspankkirahamääräisen arvopaperikaupan tiellä olevia oleellisia esteitä. Näin tämän odotetaan, kun otetaan huomioon erilaisia tekijöitä, myös vähentävän huomattavasti arvopaperien siirtoihin osallisten kuluja.

⁽¹⁷⁾ Vrt. http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/communication_de.htm.

⁽¹⁸⁾ Selvityksen kannalta merkittäviä ovat omistusoikeuden siirtoa ja arvopaperien kirjaamista (talletusoikeus) koskevat sekä insolvenssioikeuden kansalliset säännökset.

⁽¹⁹⁾ Vrt. http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/cesame_en.htm

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

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

⁽²²⁾ Euroopan keskuspankin sivuilla (www.ecb.int) on runsaasti tähän liittyvää materiaalia.

3.6 Lisäksi käytännesääntöjen (Code of Conduct) myötä eurooppalaiset arvopaperikeskukset, keskuksena toimivat vastapuolet, (keskusvastapuolet) ja pörssit ovat antaneet komissiolle sitoumuksen siitä, että ne ryhtyvät monenlaisiin toimiin.⁽²³⁾ Tarkoitus on ennen kaikkea parantaa infrastruktuurioperaattorien tehokkuutta ja yhteentoimivuutta. Tämän seurauksena pitäisi valtioiden rajat ylittävän selvitystoiminnan kulujen laskea Euroopassa. Jo vuoden 2007 alussa toteutettiin ensimmäiset sitoumukset. Hinnastoja yhdenmukaistettiin ja ne julkaistiin, minkä ansiosta hinnoittelun avoimuus parani, sillä näin kuluttajat voivat helpommin vertailla hintoja. Infrastruktuurioperaattorit ovat lisäksi sitoutuneet helpottamaan järjestelmänsä pääsyä ja parantamaan eri järjestelmien välistä yhteentoimivuutta. Kesäkuun 2007 lopussa julkaistujen suuntaviivojen ansiosta tämä sitoumus konkretisoitui niin, että nyt eri järjestelmät voidaan liittää tehokkaasti yhteen. Käytännesääntöjen tähänastisesta kehityksestä ja niiden käytännön toteuttamisesta

esitettyjen erittäin myönteisten arvioiden — esimerkiksi ja etenkin komission jäsenen Charlie McCreevyn arviot 10. heinäkuuta 2007 Euroopan parlamentissa — perusteella vaikuttaa siltä, että on löydetty tehokas keino edistää edullista Euroopan laajuista arvopaperien selvitystoimintaa.

3.7 Poliittisesta näkökulmasta katsottuna tällä hetkellä ei ole tarvetta ryhtyä edellä kuvattuja aloitteita pidemmälle pörssi-markkinoiden yhdentymisen edistämiseksi. Ensin olisi odotettava, että Euroopan pörssirakenteen konsolidoinnin edistämiseksi tehty työ — eritoten rahoitusvälineiden transaktioiden selvityksen saralla — saatetaan loppuun, jonka jälkeen olisi arvioitava sen tuloksia. Mikäli tässä yhdentymisen edistämässä epäonnistutaan tai ilmenisi, että eurooppalaisia pörssimarkkinoita ei ole näin onnistuttu tehostamaan, olisi harkittava, voitaisiinko tilannetta parantaa antamalla uusia säännöksiä.

Bryssel 13. helmikuuta 2008.

Euroopan talous- ja sosiaalikomitean
puheenjohtaja
Dimitris DIMITRIADIS

⁽²³⁾ Vrt. http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/communication_de.htm.