



EUROOPAN YHTEISÖJEN KOMISSIO

Bryssel 14.11.2000
KOM(2000) 722 lopullinen

KOMISSION TIEDONANTO

**SIJOITUSPALVELUDIREKTIIVIN (93/22/ETY) 11 ARTIKLAN MUKAISTEN
MENETTELYTAPASÄÄNTÖJEN SOVELTAMINEN**

KOMISSION TIEDONANTO

SIJOITUSPALVELUDIREKTIIVIN (93/22/ETY) 11 ARTIKLAN MUKAISTEN MENETTELYTAPASÄÄNTÖJEN SOVELTAMINEN

YHTEENVETO

Yhdentyneet ja tehokkaat EU:n rahoitusmarkkinat ovat keskeisen tärkeitä koko Euroopan talouden tehokkaan toiminnan ja erityisesti osaamiselle rakentuvaan talouteen siirtymisen kannalta. Lissabonissa kokoontuneet valtion ja hallitusten päämiehet asettivat erääksi päätavoitteeksi "helpottaa kaikkien sijoittajien menestyksestä osallistumista yhdentyneisiin markkinoihin". Tällä tiedonannolla pyritään osaltaan edistämään tavoitteen saavuttamista. Rahoituspalveluiden toimintasuunnitelmassa todettiin, että osallistumista saattaa haitata epävarmuus siitä, kuinka sijoituspalveludirektiivin¹ 11 artiklan säännöksiä olisi tarkkaan ottaen sovellettava käytännössä. Tämä tiedonanto on osa laajempaa kuulemismenettelyä, joka koskee sijoituspalveludirektiivin mahdollista muuttamista.²

Tämän säännöksen soveltamisympäristö on muuttunut merkittävästi viime vuosina.

- Arvopaperimarkkinoilla on uudenlaisia sijoittajia.
- Sijoituspalveluyritykset kehittävät uusia tekniikoita, jotta ne voisivat vastata yhä monipuolisempia sijoitustuotteita kohtaan tunnettuun kasvavaan kiinnostukseen ja kysyntään.
- Tiettyjä sähköisen kaupan lainsäädännöllisiä piirteitä koskeva direktiivi tulee voimaan vuoden 2001 lopussa. Näin valmistaudutaan siirtymään alkuperämaata koskevaan lähestymistapaan niiden säännösten - ml. menettelytapasäännöt - osalta, joita sovelletaan sähköiseen sijoituspalveluiden tarjontaan ammattimaisille osapuolille.
- Euroopan arvopaperimarkkinavalvojien yhteistyöjärjestön (FESCO) perustamisen ansiosta kansalliset arvopaperimarkkinoiden valvontaviranomaiset voivat tehdä yhteistyötä paremmin aikaisemmin ja lähentää asteittain valvontakäytäntöjään. Tämä on ilmennyt siinä epävirallisessa yhteisymmärryksessä, johon on päästy sijoittajien luokittelun osalta 11 artiklan tarkoituksia varten.

Tässä tiedonannossa tarkastellaan 11 artiklan täytäntöönpanoa jäsenvaltioissa ja annetaan suuntaviivoja menettelytapasääntöjen soveltamiseksi niin, että voidaan helpottaa palveluiden tarjontaa maasta toiseen.

¹ Neuvoston direktiivi 93/22/ETY, annettu 10 päivänä toukokuuta 1993, sijoituspalveluista arvopaperimarkkinoilla, EYVL L 141, 11.6.1993, s. 27.

² Komission tiedonanto sijoituspalveludirektiivin tarkistamisesta, 8.11.2000.

Nykyisestä täytäntöönpanosta:

- Jäsenvaltiot ovat ryhtyneet toimenpiteisiin, jotta menettelytapasäännöillä olisi oikeudellista vaikutusta 11 artiklan 1 kohdan periaatteiden mukaisesti. Perussäännöksiä on täydennetty yksityiskohtaisilla liiketoiminnan suojan täytäntöönpanoa koskevilla säännöksillä. Vaikka täytäntöönpano on eronnut yksityiskohtaiselta sisällöltään ja muodoltaan eri jäsenvaltioissa, kansalliset menettelytapasäännöt tarjoavat ammattilaisille vastaavan liiketoiminnan suojan sikäli kun asiantuntijasijoittajat voivat niiden avulla tehdä hyvin perusteltuja päätöksiä ehdotetun palvelun luonteesta.
- Useimmissa täytäntöönpaneivissa säädöksissä ilmenee yleinen vaatimus erottaa ammattimaiset ja muut sijoittajat toisistaan. Eron täytäntöönpano vaihtelee kuitenkin käytännössä huomattavasti jäsenvaltioittain, minkä vuoksi sijoituspalveluyritys voi olla eri tavoin luokiteltu samanlaisen transaktion osalta eri jäsenvaltioissa. Niinpä rajatylittävää toimintaa harjoittaviin sijoituspalveluyrityksiin voi kohdistua laadullisesti erilaiset liiketoiminnan menettelytapasäännöt.
- Jäsenvaltiot käyttävät erilaisia testejä määritellään jäsenvaltion, "jossa palvelut tarjotaan" 11 artiklan 2 kohdan mukaisesti. Käytännössä suositaan kuitenkin testien sijasta lähestymistapaa, jonka mukaan maahan tehtäviin sijoituspalveluihin sovelletaan kotimaan menettelytapasääntöjä, vaikka palvelun tarjoajan maassa olisi pantu täytäntöön vastaavantasoinen liiketoiminnan suoja.

Edellä esitetyistä syistä sijoituspalveluiden tarjonta rajojen yli on tarpeettoman monimutkaista ja tarpeettoman kallista oikeusvarmuuden puutteen ja sääntelyvaatimusten päällekkäisyyden vuoksi. Arvopaperimarkkinoiden yhdentymisen onnistuminen valtion ja hallitusten päämiesten asettaman tavoitteen mukaisesti edellyttääkin, että menettelytapasääntöjen soveltamista lähennetään edelleen. Sijoituspalveluiden yhtenäismarkkinoiden toteutumista voidaan huomattavasti edesauttaa yhdenmukaisella ja systemaattisella lähestymistavalla, jossa otetaan huomioon sijoittajan ammattimaisuus samalla kun turvataan täysin sijoittajan suoja. Tiedonannossa ehdotetaan, että

- **Sijoituspalveludirektiivin 11 artiklan 1 kohdan osalta** ei pitäisi katsoa, että jäsenvaltioiden velvoite ottaa huomioon sijoittajan ammattimaisuus edellyttäisi liiketoiminnan suojan sisällön yhdenmukaistamista ennakolta. FESCO on äskettäin sopinut sijoittajien luokittelujärjestelmästä, joka tarjoaa vapaamuotoisen perustan "ammattimaisten sijoittajien" määrittelemiseksi ja valvomiseksi.
- **Sijoituspalveludirektiivin 11 artiklan 2 kohdan osalta** yleinen etu edellyttää, että kansalliset valvontaelimet ottavat huomioon sijoittajan luonteen ja sijoittajan "suojan tarpeen" ennen kuin ne päättävät paikallisten menettelytapasääntöjen määrittämisestä. Sijoittajan ammattimaisuus voi auttaa ratkaisemaan, onko vastaanottavan jäsenvaltion menettelytapasääntöjen määrittäminen oikeasuhteinen vastaus sijoittajansuojan tarpeeseen. On myös otettava huomioon, että kaikissa jäsenvaltioissa menettelytapasäännöt tarjoavat jo nyt riittävän ja vertailukelpoisen suojan ammattimaisille sijoittajille. Ammattimaisille sijoittajille tarjottuihin sijoituspalveluihin voitaisiinkin sen vuoksi soveltaa yksinomaan palvelun tarjoajan maassa ("kotivaltio") voimassa olevia menettelytapasääntöjä ilman etukäteen tehtyä yhdenmukaistamista. Piensijoittajien osalta kansallisten menettelytapasääntöjen välillä on edelleen eroja: vastaanottavan jäsenvaltion viranomaiset voivat siten määrätä paikalliset menettelytapasäännöt koskemaan piensijoittajia perustamissopimuksen periaatteiden ja johdetun oikeuden mukaisesti.

Tiedonannossa tarkastellaan myös menettelytapasääntöjen soveltamista sijoituspalveluyritysten sivuliikkeisiin. Menettelytapasääntöjen valvontaa tehostaa, jos valvoja ja asiakkaan kanssa tekemisissä oleva yrityksen osa ovat lähellä toisiaan. Tämän perusteella voidaan ajatella, että sivuliikkeen sijaintimaan viranomaiset voivat ehkä paremmin valvoa sivuliikkeen ja asiakkaan välisiä suhteita. Sekä yleinen etu että sijoituspalveludirektiivin säännökset tukevat tätä. Tämä päätelmä koskee sivuliikkeen sekä ammattimaisille sijoittajille että piensijoittajille tarjoamia palveluita.

Jos esitettyä lähestymistapaa toteutetaan järjestelmällisesti, se voi auttaa rajatylittävien palveluiden tarjonnassa ammattimaisille sijoittajille ilman, että sijoituspalveludirektiiviä muutetaan. Muuttamalla sijoituspalveludirektiivin sanamuotoa asianmukaisesti parannettaisiin kuitenkin oikeusvarmuutta ja selkeyttäisiin tilannetta. Sijoituspalveludirektiivin kattavasta nykyaikaistamisesta on käynnistetty laaja lausuntokierros rinnakkaisen, sijoituspalveludirektiivin tarkistamista koskevan tiedonannon pohjalta. Tähän tiedonantoon sisältyvää analyysiä voidaan pitää ensimmäisenä toimenpiteenä sellaisen lähestymistavan kehittämisessä, jonka komissio pyrkii sisällyttämään tuleviin sijoituspalveludirektiivin muotoa koskeviin tarkistuksiin. Tiedonannon tarkoituksena on tiedottaa Euroopan parlamentille, kansallisille viranomaisille, valvontaviranomaisille ja markkinatoimijoille 11 artiklan ja siihen liittyvien säännösten muodollisten muutosten mahdollisesta luonteesta. Tällä tiedonannolla ei aseteta jäsenvaltioille uusia velvoitteita eikä se vaikuta tulkintaan, jonka tuomioistuimien saattaa asiasta antaa.

KOMISSIION TIEDONANTO

I. JOHDANTO

Tämä tiedonanto on laadittu Kölnin ja Lissabonin Eurooppa-neuvostojen päätelmissä hyväksytyyn rahoituspalveluiden toimintasuunnitelman³ mukaisesti. Lissabonin Eurooppa-neuvosto asetti erääksi päätavoitteeksi "kaikkien sijoittajien menestyksekkään osallistumisen yhdentyneisiin markkinoihin". Tällä tiedonannolla edistetään osaltaan tavoitteen saavuttamista kannustamalla ammattimaisten sijoittajien välistä kilpailukykyistä liiketoimintaa yli rajojen.

Sijoituspalveludirektiivi (93/22/ETY)⁴ on EU:n rahoitusmarkkinalainsäädännön kulmakivi. Se palvelee useita tavoitteita. Yksi niistä on mahdollistaa sijoituspalveluiden tarjoajille yksi toimilupa sijoituspalveluiden tarjoamiseen. Kaikissa jäsenvaltioissa on annettu kansallisia säännöksiä sijoituspalveludirektiivin täytäntöönpanemiseksi. Niiden käyttöönoton jälkeiset kokemukset ovat kuitenkin osoittaneet, että 11 artiklan soveltamiseen liittyy erittäin paljon epäselvyyttä. Artiklassa esitetään useita periaatteita, joita jäsenvaltioiden edellytetään noudattavan menettelytapasääntöjä täytäntöönpanossa.

Myös ympäristö, jossa säännöksiä on sovellettava, on muuttunut huomattavasti viime vuosina teknologian kehityksen ja uudenlaisten, arvopaperipohjaisia sijoituksia tekevien sijoittajien kasvavan lukumäärän vuoksi. Koska niiden sijoittajien määrä, jotka haluavat osallistua suoraan arvopaperipohjaisiin sijoituksiin, on kasvanut voimakkaasti, nykyiseen valvontaperinteeseen ja nykyisiin valvontaresursseihin kohdistuu uusia vaatimuksia.

Lisäksi ollaan selkeyttämässä palveluiden rajatylittävään sähköiseen tarjontaan liittyvää lainsäädäntöä. Tiettyjä sähköisen kaupan lainsäädännöllisiä piirteitä koskevassa direktiivissä⁵ edellytetään, että direktiivin alaan kuuluviin ammattimaisten sijoittajien välisiin sijoituspalveluihin sovelletaan alkuperämaan lakia. Direktiiviä on alettava soveltaa heti sen tultua voimaan 17. tammikuuta 2002.

Tässä tiedonannossa esitetään komission näkemys siitä, kuinka sijoituspalveludirektiivin 11 artiklan soveltaminen saataisiin johdonmukaisemmaksi palveluiden vapaan tarjoamisen tavoitteen kanssa. Tiedonannossa ehdotetaan, kuinka liiketoiminnan suoja voitaisiin mukauttaa vallitsevaan markkinatodellisuuteen ja tulossa oleviin lainsäädännöllisiin muutoksiin. Tällä tiedonannolla ei aseteta jäsenvaltioille uusia velvoitteita eikä se vaikuta yhteisöjen tuomioistuimen asiasta mahdollisesti antamaan tulkintaan. Tiedonannossa esitetään kuitenkin tapa, jolla voitaisiin ratkaista eräs sijoituspalveludirektiivin toimintaa eniten häiritsevistä ongelmista. Tämä lähestymistapa pyritään saattamaan lainvoimaiseksi sijoituspalveludirektiivin tulevilla muutoksilla ja yhteisön arvopaperimarkkinoita

³ KOM(99)232, 11.5.1999.

⁴ EYVL L 141, 11.6.1993, s. 27.

⁵ Direktiivi annettiin 6. kesäkuuta 2000.

koskevalla politiikalla. Näin ollen tiedonanto voi olla merkittävä panos Euroopan arvopaperimarkkinoiden kasvulle, työllisyydelle ja suoriutumiskyvylle.

II. JOHDANTO SJOITUSPALVELUDIREKTIIVIN 11 ARTIKLAAN JA MENETTELYTAPASÄÄNTÖIHIN

Sijoituspalveludirektiivi mahdollistaa, että yhden jäsenvaltion sijoituspalveluyritykset voivat tarjota samoja palveluita kaikissa muissa jäsenvaltioissa saatuaan toimiluvan kotivaltion valvontaviranomaiselta.⁶ Tätä oikeutta voidaan käyttää joko perustamalla sivuliike tai tarjoamalla palveluja rajan yli. Sijoituspalveluyritysten yhden toimiluvan periaatteen vahvistamiseksi sijoituspalveludirektiiviin ja siihen liittyvään lainsäädäntöön sisältyy yhteisiä säännöksiä, joilla säännellään sijoituspalveluyritysten toimintaehtoja.⁷ Sijoituspalveludirektiivin 11 artikla, joka koskee menettelytapasääntöjä, on tältä kannalta eräs keskeisimpiä säännöksiä.

11 artiklan 1 kohta: menettelytapasäännöt

Sijoituspalveludirektiivin 11 artiklan 1 kohdassa edellytetään, että jäsenvaltiot panevat toimeen menettelytapasäännöt, joita sijoituspalveluyritysten on jatkuvasti noudatettava. Näillä menettelytapasäännöillä

- sääntelevät sijoituspalvelun tuottajan ja yksittäisen asiakkaan välistä suhdetta siten, että niillä varmistetaan tasapuolinen kohtelu ja se, että sijoittajia ei kehoiteta hankkimaan sijoituksia, jotka eivät sovi heidän tarpeisiinsa
- varmistavat sen, että sijoituspalveluyritystä johdetaan ja se toimii niin, että markkinoiden toiminta säilyy häiriöttömänä.
- Sijoituspalveludirektiivin 11 artiklan 1 kohdassa ei säädetä jäsenvaltioiden menettelytapasääntöjärjestelmien yksityiskohtaisesta sisällöstä tai rakenteesta. Kohdassa on rajoitettu ilmaisemaan ainoastaan yleisperiaatteet, joiden on oltava sellaisten järjestelmien vallitsevana piirteenä. [vrt. Kehikko 1].

Kehikko 1: Katsaus menettelytapasääntöihin

Menettelytapasäännöillä pyritään sijoittajien luottamuksen ja markkinoiden eheyden säilyttämiseen asettamalla normeja sijoituspalveluiden tarjoajien toiminnalle. Varotoimia perustellaan sillä, että on olemassa vaara, että tietyt sijoittajat ovat huonommassa asemassa, koska niillä ei ole käytettävissään rahoitustietoja tai niillä ei ole mahdollisuuksia käsitellä niitä oikein.

⁶ "Jäsenvaltioiden on huolehdittava, ettei sellaisia toimia estetä, joiden suorittamista samalla tavoin kuin kotijäsenvaltiossa koskee vastavuoroinen tunnustaminen, jolleivät nämä toimet ole ristiriidassa vastaanottavassa jäsenvaltiossa yleisen edun suojaamiseksi annettujen lakien ja asetusten kanssa (sijoituspalveludirektiivin johdanto-osan 33 kappale).

⁷ Kotivaltion toimivaltaiset viranomaiset ovat vastuussa sijoituspalveluyrityksen toiminnan vakauden (ks. 8 artikla) ja monien sijoituspalveluyrityksen jatkuvien toimien (ks. 10 artikla) seurantakeinojen jatkuvasta valvonnasta.

Palvelujen tarjoajalta edellytetään erityisesti, että se

- toimii rehdisti ja oikeudenmukaisesti, asianmukaisen pätevästi, huolellisesti ja tarmokkaasti asiakkaan etujen ja markkinoiden eheyden hyväksi. Tämä tarkoittaa, että asiakkaalta hankitaan tietoja asiakkaan taloudellisesta tilanteesta, sijoittamiskokemuksesta ja tavoitteista (ns. tunne asiakkaasi -malli),
- julkistavat riittävästi asiaankuuluvaa olennaista tietoa liiketoimistaan (esim. riskivaroitukset)
- yrittävät välttää eturistiriitoja ja kun ne eivät ole vältettävissä, huolehtivat asiakkaidensa tasapuolisesta kohtelusta.

Sijoituspalveludirektiivin 11 artiklassa edellytetään myös, että sijoituspalvelun tarjoaja "noudattaa kaikkia [...] säännöksiä siten, että [...] markkinoiden lahjomattomuutta edistetään." Tätä koskevat menettelytapasäännöt kattavat toimet, joiden tarkoituksena on torjua markkinoiden manipuloiminen ja muut syrjivät kaupankäyntikäytännöt. Ne eivät kuulu niihin menettelytapasääntöihin, jotka säätelevät palvelun tuottajan ja asiakkaan välistä suhdetta, joka on tämän tiedonannon aiheena.

11 artiklan 1 kohta: ammattimainen sijoittaja

Sijoituspalveludirektiivin 11 artiklan 1 kohdassa edellytetään, että menettelytapasääntöjen täytäntöönpanossa kansalliset viranomaiset "ottavat huomioon sen henkilön ammattiaseman, jolle palveluja tarjotaan". Sijoituspalveludirektiivin johdanto-osan 32 kappaleessa tehdään selväksi, että sijoittajan suojaamiseksi tarkoitetuissa toimenpiteissä on otettava huomioon "eri sijoittajaryhmien erilaiset suojan tarpeet ja ammattitaidon taso".⁸ Nämä säännökset yhdessä osoittavat, että ***menettelytapasäännöissä on otettava huomioon, että tietyt sijoittajat tarvitsevat vähemmän sääntelyä hankkimansa asiantuntijuuden tai resurssien vuoksi.*** Ne kykenevät ymmärtämään asiantuntevasti ehdotetun sijoituksen kaupalliset ja oikeudelliset piirteet.

11 artiklan 2 kohta: menettelytapasääntöjen täytäntöönpano

Kun täysin yhdenmukaistettuja menettelytapasääntöjä ei ole, sijoituspalveludirektiivin 11 artiklan 2 kohdassa todetaan, että menettelytapasääntöjen täytäntöönpanosta ja niiden noudattamisen valvonnasta vastaavat "sen jäsenvaltion" toimivaltaiset viranomaiset, "jossa palvelut tarjotaan".

11 artiklan 3 kohta: loppusijoittajan luonne

Sijoituspalveludirektiivin 11 artiklan 3 kohdassa edellytetään, että sijoituspalveluyrityksen, joka suorittaa toisen sijoituspalveluyrityksen antamia toimeksiantoja kolmannen osapuolen puolesta, on arvioitava loppusijoittajan ammattimaisuutta tarkoituksenmukaisen suojan soveltamiseksi.

⁸ Direktiivin johdanto-osan kappaleet auttavat direktiivin tulkinnassa, koska ne selventävät yhteisön lainsäätäjän tarkoituksia. Ks. asia 76/72, Michel (Kok. 1973, s. 457) ja asia C-238/94 Garcia (Kok. 1996, s. I-1673).

Asiaan liittyvät sijoituspalveludirektiivin säännökset

Sijoituspalveludirektiivi sisältää muita säännöksiä, joilla säännellään toimia, jotka liittyvät läheisesti menettelytapasääntöihin tai ovat osittain päällekkäisiä niiden kanssa.

- Direktiivin 10 artiklassa esitetään ne toiminnan vakautta koskevat säännöt, joiden noudattamista kotijäsenvaltion edellytetään valvovan maassa toimiluvan saaneiden sijoituspalveluyrityksen osalta. Säännöissä luetellaan organisatorisia toimenpiteitä, jotka toimiluvan saaneiden yritysten on pantava täytäntöön sijoittajan etujen suojaamiseksi. Vaatimukset koskevat hallinnollisia ja tilinpitomenettelyjä, sijoittajien omistusoikeuksien suojaamista, toimien rekisteröintiä ja lisäksi niiden tarkoituksena on estää sijoittajien varojen käyttö yrityksen omaan lukuun. Näillä turvatoimilla on samat tavoitteet kuin 11 artiklalla. Niinpä 10 ja 11 artiklan säännökset osittain täydentävät toisiaan ja ovat osittain päällekkäisiä. Artiklojen vuorovaikutusta monimutkaistaa se, että 10 artiklassa vastuu määrätään kotivaltion valvontaviranomaisille⁹, kun taas 11 artiklassa vastuun määrääminen on epäselvempää.
- Direktiivin 13 artiklassa annetaan sijoituspalveluyritykselle lupa mainostaa palvelujaan kaikin mahdollisin tiedonvälityksen keinoin, "jos ne noudattavat yleisen edun vuoksi annettuja tämän mainonnan muotoa ja sisältöä koskevia sääntöjä". Vaikka direktiivissä on erillinen sijoituspalvelujen mainostamista koskeva säännös, useat jäsenvaltiot ovat sisällyttäneet mainontaa koskevia säännöksiä menettelytapasääntöihinsä. Tämä voi jälleen johtaa siihen, että samaan toimintaan kohdistuu päällekkäisiä sijoituspalveludirektiivin säännöksiä, jotka mahdollistavat erilaiset lähestymistavat asiaan.¹⁰

III. 11 ARTIKLAN SOVELTAMINEN JÄSENVALTIOISSA¹¹

• Vaatimus menettelytapasääntöjen täytäntöönpanosta (11 artiklan 1 kohta)

Jäsenvaltiot ovat ottaneet käyttöön yksityiskohtaiset kansalliset säännökset pannakseen täytäntöön 11 artiklan yleiset periaatteet. Kuluttajien ja sijoittajien suojaamiseksi on otettu käyttöön menettelytapasääntöjä, jotka kattavat

- mainonnan, markkinoinnin ja tilausten hankinnan (joita täydennetään usein yleisillä kuluttajansuojaa koskevilla säännöksillä)
- asiakkaille annettavat tiedot (kuten määräajoin julkistettavat tiedot ja riskivaroitukset)

⁹ Poikkeuksena on 10 artiklan 5 luetelmakohdan säännös, joka liittyy vastaanottavan jäsenvaltion viranomaisen oikeuteen asettaa organisaatioita koskevia vaatimuksia, joilla rajoitetaan sivuliikkeitä koskevia eturistiriitoja ko. jäsenvaltion alueella.

¹⁰ Neuvostossa ja parlamentissa parhaillaan käsitellyssä oleva rahoituspalveluiden etämarkkinointia koskeva direktiivi saattaa ratkaista osan tähän asiaan liittyvästä epävarmuudesta. Ehdotus saattaa johtaa sijoituspalveluiden markkinointia ja mainontaa koskevien kansallisten sääntöjen sekä muiden ennakkotietoja ja markkinointitekniikkaa koskevien säännösten yhdenmukaistamiseen.

¹¹ Analyysi perustuu vastauksiin, jotka saatiin kattavaan menettelytapasääntöjen täytäntöönpanon kansallisia käytäntöjä koskevaan kyselyyn. Kyselyn järjesti FESCO ja sitä täydennettiin komission kansallisten täytäntöönpanolakien analyysillä.

- asiakkaalta saatavat tiedot 'sopivuustestiä' varten
- toimitusmaksut ja muut maksut ja veloitukset
- tasapuolista kaupankäyntiä koskevat vaatimukset, esim. parhaan hinnan hankkiminen asiakkaalle (*best execution*).

Lisäksi useimmissa jäsenvaltioissa on pantu täytäntöön vastaavia turvatoimia, jotka liittyvät toimintojen erottelamiseen eturistiriitojen välttämiseksi, ja sisäistä valvontaa menettelytapasääntöjen noudattamisen varmistamiseksi. Lähes kaikissa jäsenvaltioissa vaaditaan myös kirjallisten asiakassopimusten ja vakiomuotoisten asiakirjojen käyttöä. Sijoittajan suojan lähestymistapojen yksityiskohtaisessa käytännön toteutuksessa on kuitenkin jonkin verran eroja.¹²

- **Vaatimus ottaa ammattimaisuus huomioon (11 artiklan 1 kohta)**

Toistaiseksi viranomaiset ovat omaksuneet hyvin erilaisia lähestymistapoja ammattimaisten ja muiden sijoittajien erottamiseksi. Eroja on sen tarkan rajan suhteen, joka vedetään ammattimaisten ja muiden sijoittajien välille, niissä menettelyissä, joita käytetään sijoittajien sijoittamiseksi näihin kahteen luokkaan ja erityyppisille sijoittajille tarjotun suojan sisällön suhteen.

Harvoissa jäsenvaltioissa on lain täytäntöönpanossa tai hallinnollisissa ohjeissa nimenomaisesti eroteltu ne erityinen liiketoiminnan suojele, jota tarjotaan ammattimaisille sijoittajille ja se, jota tarjotaan piensijoittajille. Näiden jäsenvaltioiden kansallisissa säännöksissä osoitetaan yleensä (vaikka ei aina järjestelmällisesti), mitä menettelytapasääntöjä voidaan keventää tai jättää noudattamatta, kun palvelua tarjotaan ammattimaiselle sijoittajalle. Näissäkin jäsenvaltioissa on edelleen epävarmuutta rajatapauksissa, pitäisikö muuta kuin rahoitusalan yritystä ja asiantuntijasijoittajaa kohdella ammattimaisena sijoittajana vai piensijoittajana. Useimmissa jäsenvaltioissa käytetään etupäässä yleisiä lausuntoja, lakeja tai hallinnollisia kiertokirjeitä, joilla pannaan toimeen tarve ottaa huomioon sijoittajan ammattimainen luonne.

Jäsenvaltiot eroavat myös siinä, missä määrin ne antavat sijoittajien valita vähemmän ankaran liiketoiminnan suojan, kun taas useissa jäsenvaltioissa suojele on räätälöity ko. palvelun tai välineen mukaisesti.¹³ Tällä toiminnallisella tai tuotekohtaisella lähestymistavalla on ollut samanlainen vaikutus asiakkaiden välisen eron määrittämiseen, koska suojan luonteeseen vaikuttaa se, että kaupankäynti joillakin erityisinstrumenteilla on sellaisten asiantuntijasijoittajien yksinoikeus, joihin yleensä sovelletaan toiminnan vakautta koskevia vaatimuksia.

¹² Vaikka siitä vallitsee yksimielisyys, että *best execution* tarkoittaa veloitetta hankkia asiakkaalle paras kohtuudella saatavissa oleva hinta, jäsenvaltiot käyttävät erilaisia menettelyjä tavoitteen toteuttamiseksi. Jäsenvaltiot esimerkiksi painottavat eri tavalla eturistiriitojen ehkäisemistä, ns. tilin kirnuamisen (*churning*) kaltaisten toimien kieltämistä, tilaus- ja aikarajoja koskevia ohjeita, kauppojen jakoa ja tietojen julkistamista. Jäsenvaltioilla on myös erilainen lähestymistapa siihen, missä määrin ainoastaan toimeksiantoja toteuttavaan (*execution only*) liiketoimintaan sovelletaan kaikkia menettelytapasääntöjä, sillä joissakin jäsenvaltioissa sallitaan vähemmän vaativan suojan soveltaminen tämän tyyppiseen liiketoimintaan.

¹³ Useissa jäsenvaltioissa onkin pantu täytäntöön räätälöity suoja yritysrahoituksen, johdannaisten, valtion obligaatioiden ja optioiden osalta.

Periaate, että ammattimaisten sijoittajien ja piensijoittajien toiminta olisi suojattava eri tavalla, on siis yleisesti siirretty kansalliseen lainsäädäntöön ja hallinnolliseen käytäntöön. Jäsenvaltiot ovat kuitenkin panneet tämän eron täytäntöön eri tavoin, joten sijoittaja, joka tekee samanlaiset kaupat, voidaan eri oikeudenkäyttöalueilla luokitella eri tavalla.

- **Vastuu täytäntöönpanosta ja valvonnasta (11 artiklan 2 kohta)**

Jäsenvaltiot käyttävät useita kriteerejä sen paikan määrittämiseksi, missä palvelu tarjotaan, jotta voitaisiin ratkaista, minkä maan kansallisia menettelytapasääntöjä siihen sovelletaan. Näitä testejä ovat mm. sijoittajan asuinmaahan perustuvat testit, sopijapuolen aloitteentekoa koskevat testit ja ominaisuoritetesti (joka perustuu arvioon siitä, missä välittäjä käyttää palvelun suorittamisen kannalta tarpeellisia resursseja). Muissa jäsenvaltioissa käytetään tapauskohtaista lähestymistapaa.¹⁴

Käytännössä useimmat jäsenvaltiot soveltavat kotimaan suojaa maahan tehtäviin rajatylittäviin sijoituspalveluihin sijoituspalvelun luonteesta ja asiakastyypistä riippumatta. Vastaanottavan jäsenvaltion järjestelmää sovelletaan riippumatta siitä, onko palvelun tarjonta väliaikaista vai pysyvää. Vain kahdessa jäsenvaltiossa vastaanottavan jäsenvaltion suoja on rajattu tapauksiin, joissa palveluita tarjotaan säännöllisesti.

Tosiasiassa rajatylittävät sijoituspalvelut päätyvät yleensä automaattisesti sijoittajan maan (vastaanottava maa) menettelytapasääntöjen alaisiksi. Vastaanottavan maan suojan soveltaminen on lisäsuoja kattavaan ja rutiininomaiseen palvelun tarjoajan maan suojan täytäntöönpanoon. Kotivaltion valvontaviranomainen onkin tiiviisti mukana kaikkien sen alueella sijaitsevien yritysten tarjoamien palveluiden valvonnassa erottelematta kotimaassa ja rajojen yli tarjottavia palveluita. Tämä koskee erityisesti vaatimuksia, jotka liittyvät kiistanalaisten transaktioiden uudelleenrakentamiseen (kirjanpidon kirjausketju) ja kirjaamiseen.

Sen vuoksi tämänhetkinen tilanne tarkoittaa, että rajatylittävään transaktioon sovelletaan hyvin usein kahden maan menettelytapasääntöjä riippumatta siitä, onko osapuolena ammattimainen sijoittaja vai ei.

- **Sijoituspalveludirektiivin 11 artiklan 3 kohdan ns. läpikatsomisen periaate**

Kahdessa jäsenvaltiossa on pantu täytäntöön 11 artiklan 3 kohdan tiukka tulkinta, ja näissä maissa kaikkien moniosaisessa transaktiossa mukana olevien välittäjien on otettava huomioon loppusijoittajan luonne. Seitsemässä jäsenvaltiossa tunne asiakkaasi -vaatimus on rajoitettu yritykseen, jolla on suora suhde asiakkaaseen, ellei yritys julkista sijoittajan henkilöllisyyttä vastapuolelleen. Muissa jäsenvaltioissa ei ole vielä otettu käyttöön tätä koskevia nimenomaisia sääntöjä.

On epäselvää, kuinka "läpikatsomisen" vaatimus toteutetaan, kun mukana on enemmän kuin yksi menettelytapasääntöjen oikeudenkäyttöalue. Kolmessa jäsenvaltiossa vaaditaan kaikilta välittäjiltä systemaattisia tietoja loppuasiakkaan

¹⁴

Tästä lähestymistapojen sekavuudesta voi aiheutua tilanteita, joissa johonkin kauppaan sovelletaan kahta suojaa (kotivaltiossa käytetään ominaisuoritetestiä ja vastaanottavassa jäsenvaltiossa käytetään asiakkaan asuinmaahan perustuvaa testiä) tai joissa kauppaan ei sovelleta mitään suojaa (vastaanottavan jäsenvaltion sijoittaja käyttää ominaisuoritetestiä ja kotivaltion palvelun tarjoaja käyttää välittäjän asuinpaikkaan perustuvaa testiä).

luonteesta riippumatta asiakkaan asuinmaasta. Eräissä toisessa jäsenvaltiossa tunne asiakkaasi -vaatimusta on lievennetty niin, että sijoituspalveluyritys voi käyttää todisteita tai toisen välittäjän antamia tietoja asiakkaasta.

• 11 artiklan täytäntöönpano - Päätelmät

Komission tarkastelussa tämän hetkisistä kansallisista käytännöistä menettelytapasääntöjen toteuttamisesta selviää, että

- Piensijoittajalle tarjottu liiketoiminnan suoja vaihtelee jäsenvaltioittain. Erot näyttävät olevan suurimmat parhaan hinnan hankkimisen, toimeksiantoja toteuttaviin transaktioihin (*execution only*) liittyvien eturistiriitojen ja menettelytapasääntöjen sekä sopimusehtojen typologian ja dokumentaation osalta. Ammattimaisille sijoittajille eri maiden lainsäädäntö antaa kuitenkin vertailukelpoisen suojan.
- Useimmissa täytäntöönpaneissa säädöksissä ilmenee yleinen vaatimus erottaa ammattimaiset ja muut sijoittajat toisistaan. Eron käytännön täytäntöönpanossa on kuitenkin suuria eroja.
- Sijoituspalveludirektiivin 11 artiklan 2 kohdan sanamuodon vuoksi eri jäsenvaltioissa on päädytty käyttämään erilaisia testejä määrittelemään jäsenvaltio, "jossa palvelut tarjotaan". Käytännössä näiden testien sijasta käytetään kuitenkin mieluummin nyrkkisääntöä, että maahan tuleviin sijoituspalveluihin sovelletaan kotimaan menettelytapasääntöjä. Näitä sääntöjä sovelletaan vaikka palvelun tarjoajan maassa olisi pantu täytäntöön merkittävä, usein vertailukelpoinen ja vastaava, liiketoiminnan suoja.

IV. AMMATTIMAISEN SIJOITTAJAN JA PIENSIJOITTAJAN VÄLISEN ERON EDUT YHTENÄISILLE ARVOPAPERIMARKKINOILLE

Ammattimaisten sijoittajien ja muiden sijoittajien erottelulla voisi olla seuraavia huomattavia etuja:

- **Yhdentyneet ja likvidit arvopaperimarkkinat ja kilpailukykyinen palveluiden tarjonta.** EU:n lainsäädännön tärkein tavoite arvopaperialalla on mahdollistaa, että sijoituspalveluyritykset voivat tarjota palveluita koko EU:n alueella ilman tarpeettomia esteitä. Tämä tarkoittaa myös, että sijoittajat voivat hakea kannattavampia sijoitusmahdollisuuksia ja hyötyä niistä. Mahdollisten kahdenlaisten menettelytapasääntöjen tarpeeton soveltaminen rajatylittäviin liiketapahtumiin johtaa markkinaesteisiin, jotka estävät osapuolia tekemästä edullisia rajatylittäviä kauppia ja siksi se aiheuttaa markkinoiden sirpaloitumista ja heikentää likviditeettiä.
- Sellaisen liiketoiminnan suojan soveltaminen ammattimaisiin sijoittajiin, joka on tarkoitettu piensijoittajan suojaksi, **lisää kustannuksia** ja saattaa rajoittaa ammattimaisten sijoittajien innovatiivisten tuotteiden käyttöä. Huomattavia kustannuksia aiheutuu myös sijoittajien luokitteluun liittyvästä oikeusvarmuuden puutteesta. Nykyisessä tilanteessa epävarmuus ja oikeudenkäynnin riski on suurimmillaan, koska yhtä toimilupaa aktiivisesti käyttävän sijoituspalveluyrityksen edellytetään noudattavan jopa 15 maan

menettelytapasääntöjä. Tämä suosii epäsuorasti vahvimpia yrityksiä, joilla on eniten resursseja selviytyä monimutkaisesta tilanteesta.

Valvontaresurssien tehokkaampi käyttö Resurssien käyttö parhaalla mahdollisella tavalla edellyttää, että ne on kohdennettu niihin markkinoiden osiin, jotka voivat hyötyä niistä eniten, eli kotitalouksiin ja muihin piensijoittajiin. Ammattimaiset sijoittajat tarvitsevat vähemmän suojaa, sillä ne tuntevat markkinat riittävän hyvin huolehtiakseen omista eduistaan ja hankkiakseen sijoitusneuvoja sijoituspäätöstensä optimoimiseksi.

V. AMMATTIMAISEN SIOITTAJAN JA PIENSIOITTAJAN VÄLISEN ERON HUOMIOONOTTAMINEN (11 ARTIKLAN 1 KOHTA)

Sijoituspalveludirektiivin 11 artiklan 1 kohdassa on selkeä ja ehdoton vaatimus, että kansallisten viranomaisten on tehtävä ero ammattimaisten ja muiden sijoittajien välillä menettelytapasääntöjen täytäntöönpanossa. *Jäsenvaltioiden velvoite ottaa huomioon sijoittajan ammattimaisuus ei edellytä liiketoiminnan suojan sisällön yhdenmukaistamista.* Kansalliset viranomaiset voisivat nyt ryhtyä toimiin, joilla erotetaan ammattimaisiin sijoittajiin sovellettavat menettelytapasäännöt.

Kaikissa jäsenvaltioissa voimassa olevat kansalliset menettelytapasäännöt tarjoavat jo kattavan liiketoiminnan suojan, joka riittää mahdollistamaan sen, että ammattimaiset sijoittajat voivat tehdä perusteltuja sijoituspäätöksiä. Direktiivin 11 artiklan 1 kohdan periaatteiden soveltamista piensijoittajiin on vielä tarkennettava ja selkeytettävä.¹⁵ Se, että piensijoittajien tarkoituksenmukaista suojaa koskeva työ on edelleen käynnissä, ei saisi estää ammattimaisten sijoittajien ja piensijoittajien välisen eron välitöntä toimeenpanoa, siten, että ammattimaisten sijoittajien kohtelun lähtökohdaksi otetaan voimassa oleva kansallinen järjestelmä.

Sijoituspalveludirektiivissä ei ole selkeästi määritelty, mitä ammattimaisuudella tarkoitetaan. Tämä on synnyttänyt lukuisia kansallisia lähestymistapoja sijoittajien luokittelumiseksi. FESCO:n puitteissa kokoontuneet kansalliset arvopaperimarkkinoiden valvontaviranomaiset ovat kuitenkin äskettäin sopineet yhteisestä määritelmästä ammattimaisten sijoittajien luokittelumiseksi.¹⁶ Ne ovat sitoutuneet pyrkimään kaikin tavoin varmistamaan, että luokittelusta tehdään toimiva kaikkien sijoituspalveluiden osalta niiden alueella (kotimaiset ja rajatylittävät palvelut).

Komissio katsoo, että olisi hyödyksi, jos kansalliset viranomaiset harkitsisivat ryhtymistä pikaisiin ja tehokkaisiin toimenpiteisiin FESCOssa sovittujen järjestelyiden toimeenpanemiseksi.

¹⁵ Kansalliset arvopaperimarkkinoita valvovat viranomaiset ovat perustaneet työryhmän FESCO:n puitteissa käsittelemään menettelytapasääntöjen yhdenmukaistamisen standardeja. Työn tavoitteena on saavuttaa yksimielisyys standardeista, jotka koskevat kaupankäynnin vaatimuksia, asiakkailta hankittavia tietoja, asiakkaille annettavia tietoja, asiakassopimusten ja asiakirjojen käyttöä.

¹⁶ "Categorisation of investors for the purpose of conduct of business rules", maaliskuu 2000.

Kehikko 2: FESCO:n luokittelu lyhyesti

Luokka 1. Ilman lisämuodollisuuksia tai tarkistuksia ammattimaisiksi katsottavat sijoittajat. Tämä tyhjentävä luettelo kattaa yksiköt, joilla täytyy olla toimilupa tai joita on säänneltävä, jotta ne voisivat toimia rahoitusmarkkinoilla. Niihin kuuluvat

- luottolaitokset (sellaisina kuin ne on määritelty toisessa pankkidirektiivissä)
- sijoituspalveluyritykset
- muut toimiluvan saaneet tai säännellyt rahoituslaitokset (sellaisina kuin ne on määritelty toisen pankkidirektiivin 1 artiklan 6 kohdassa)
- vakuutusyritykset
- yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavat järjestelyt ja niiden rahastoyhtiöt
- eläkerahastot ja niiden rahastoyhtiöt.

Valtiot, kansainväliset ja ylikansalliset organisaatiot

Menettelyä koskevat seikat: Tähän luokkaan kuuluva sijoittaja voi pyytää kohtelua ei-ammattimaisena sijoittajana (valita suuremman suojan luokka).

Luokka 2. Sijoittajat, joille voidaan pyynnöstä myöntää ammattimaisen sijoittajan kohtelu

Suur- ja yhteisösijoittajat ml:

- muut rahoituslaitokset (joita toisen pankkidirektiivin 1 artiklan 6 kohta ei kata)
- suuryritykset ja henkilöyhtiöt (tietyt kynnykset)
- muut yhteisösijoittajat kuin ne, jotka ovat ammattimaisia sijoittajia, ja joiden yrityksen tarkoituksena on rahoitusinstrumentteihin sijoittaminen
- hyödykekauppiat
- julkisen sektorin elimet
- pörssinoteerattujen instrumenttien liikkeeseenlaskijat.

Menettelyä koskevia seikkoja: Sijoittajalle on ilmoitettava kirjallisesti luovutetusta suojasta, ja sijoittajan on vahvistettava kirjallisesti, että se on tietoinen suojan menettämisen seurauksista.

Luokka 3. Muut sijoittajat, joita voidaan pynnöstä kohdella ammattimaisina sijoittajina

Näiden voidaan antaa luopua osasta menettelytapasääntöjen suomasta suojasta edellyttäen että asiakkaan asiantuntemus ja kokemus on arvioitu tarkkaan (FESCO ehdottaa käytettäväksi rahoitusjohdon soveliaisuuden testiä). Järjestelyn tarkoituksena on mahdollistaa, että asiantuntevaa tai sofistikoitua yksittäistä sijoittajaa voidaan kohdella ammattimaisena sijoittajana. Sijoittajan on täytettävä kaksi seuraavista vaatimuksista:

- 10 huomattavan suurta liiketapahtumaa neljännesvuotta kohti neljän neljänneksen aikana
- sijoitussalkun on oltava suurempi kuin 0,5 miljoonaa euroa
- yhden vuoden ammattikokemus alalta.

Menettelytapaa koskevia seikkoja: sijoittajan on

1. ilmoitettava kirjallisesti, että se haluaa tulla kohdelluksi ammattimaisena sijoittajana
2. saatava sijoituspalveluyritykseltä varoitus siitä suojasta ja niistä oikeuksista, joita se voi menettää
3. ilmoitettava kirjallisesti erillisellä asiakirjalla, että se on tietoinen suojan menettämisen seurauksista.

Näitä määritelmiä voidaan joutua tarkistamaan tulevaisuudessa. Sovitusta luokitukselta saadut kokemukset voivat osoittaa, millä tavoin luokittelua voidaan mukauttaa siten, että siinä otetaan huomioon sijoituspalveluiden suorittamisen uudet sähköiset järjestelmät ja asiakkaiden muuttuminen entistä sofistikoitummiksi niiden saatua kokemusta kaupankäynnistä arvopaperimarkkinoilla. Mahdollisissa tulevissa tarkistuksissa voitaisiin harkita FESCO:n määritelmän mukaisten luokkaan 1 kuuluvien sijoittajien määritelmän laajentamista niin, että siihen sisältyvät muut rahoituslaitokset ja suuryritykset, joilla on treasury-osasto. Toinen tulevaisuuden kehityskulku voi olla suuremman tai pienemmän suojan valitsemismekanismin selkeyttäminen.

VI. 11 ARTIKLAN 2 KOHTA: MAHDOLLINEN LÄHESTYMISTAPA SOVELLETTAVAN JÄRJESTELMÄN SELKEYTTÄMISEKSI

Sijoituspalveludirektiivin 11 artiklan 2 kohdassa säädetään, että "käytännesääntöjen täytäntöönpanosta ja niiden noudattamisen valvonnasta vastaa se jäsenvaltio, jossa palvelut tarjotaan, tämän kuitenkaan rajoittamatta sellaisten päätösten soveltamista, jotka tehdään käytännesääntöjen yhdenmukaistamisen yhteydessä". Koska ei ole ollut selkeää opastusta siitä, kuinka määritellään jäsenvaltio, "jossa palvelut tarjotaan", kansalliset toimivaltaiset viranomaiset ovat yleensä panneet täytäntöön kansalliset menettelytapasäännöt niiden alueella sijaitseville sijoittajille tarjottujen sijoituspalveluiden osalta. Sijoituspalveluiden tarjoajat joutuvat sen vuoksi noudattamaan sekä kotivaltion että vastaanottavan jäsenvaltion menettelytapasääntöjä.

Tilannetta voidaan tarkastella viittaamalla perustana oleviin perustamissopimuksen periaatteisiin, jotka liittyvät palveluiden vapaaseen tarjontaan (joka on sijoituspalveludirektiivin kattava tavoite), sijoituspalveludirektiivin erityissäännöksiin, jotka mahdollistavat yleisen edun soveltamisen, ja aiemmin aiheeseen liittyvässä asiassa annettuun Euroopan yhteisöjen tuomioistuimen tuomioon.¹⁷

Perustamissopimuksella ja sijoituspalveludirektiivin sanamuodolla luodaan selkeä yleisoletus, joka puoltaa palveluiden vapaan tarjoamisen sallimista kotivaltion toimiluvan perusteella. Sijoituspalveludirektiivin johdanto-osan 3 kappaleessa tehdään selväksi, että direktiivin tarkoituksena on varmistaa toimilupien ja toiminnan vakauden valvontajärjestelmien vastavuoroinen tunnustaminen siten, että voidaan myöntää yksi koko yhteisön alueella hyväksyttävä toimilupa ja soveltaa kotijäsenvaltion valvonnan periaatetta.¹⁸

Sijoituspalveludirektiivin asianomaisissa säännöksissä hyväksytään kuitenkin vastaanottavan valtion viranomaisen väliintulo "yleisen edun" nimissä. Johdanto-osan 33 kappaleessa säädetään, että "jäsenvaltioiden on huolehdittava, ettei sellaisia toimia estetä, joiden suorittamista samalla tavoin kuin kotijäsenvaltiossa koskee vastavuoroinen tunnustaminen, jolleivät nämä toimet ole ristiriidassa vastaanottavassa jäsenvaltiossa yleisen edun suojaamiseksi annettujen lakien ja asetusten kanssa". Sijoituspalveludirektiivin 17 artiklan 4

¹⁷ ...kun yhteisön johdetun oikeuden sanamuoto mahdollistaa useamman tulkinnan, etusijalle olisi asetettava tulkinta, jonka mukaisesti säännös on johdonmukainen perustamissopimuksen kanssa, pikemminkin kuin tulkinta, jonka mukaan se on epäjohdonmukainen perustamissopimuksen kanssa. Niinpä direktiiviä ei pidä tulkita erillään ja on tarpeen harkita, ovatko kyseessä olevat vaatimukset edellämainittujen perustamissopimuksen määräysten vastaisia vai ei ja tulkita direktiiviä sen suhteen tehdyn päätelmän valossa. . (Komissio v. Ranskan tasavalta, asia 220/83, Euroopan yhteisöjen tuomioistuin, 4.12.1986).

¹⁸ Direktiivin johdanto-osan kappaleet auttavat direktiivin tulkinnassa, koska ne selventävät yhteisön lainsäätäjän tarkoituksia. Ks. Asia 76/72, Michel (Kok. 1973, s. 457) ja asia C-238-94 Garcia (Kok. 1996, s. I-1673).

kohdassa ja 18 artiklan 2 kohdassa säädetään, että vastaanottavan jäsenvaltion viranomaisten, jotka saavat toisessa maassa toimivalta sijoituspalveluyritykseltä ilmoituksen, että se aikoo sijoittautua sen alueelle tai tarjota palveluja sen alueella, on tarvittaessa esitettävä "ne edellytykset, mukaan lukien menettelytapasäännöt, joita kyseisten sijoituspalveluiden tarjoajien on yleisen edun hyväksi noudatettava vastaanottavassa jäsenvaltiossa". Sanamuodosta selviää, että

- vastaanottavan jäsenvaltion on ilmoitettava etukäteen, mitä menettelytapasääntöjä sovelletaan
- vastaanottavan jäsenvaltion viranomaiset, jotka haluavat soveltaa kansallisia menettelytapasääntöjä, jotka ovat ohjailevampia kuin 11 artiklan 1 kohdan nojalla saavutettu liiketoimintaperiaatteiden vähimmäisharmonisointi, voivat soveltaa niitä, jos se on "yleisen edun" mukaista.

Direktiivin 19 artiklan 6 kohdassa säädetään vastaanottavan jäsenvaltion viranomaisten oikeudesta puuttua säännönvastaisuuksiin, jotka koskevat "11 artiklan soveltamiseksi annettujen menettelytapasääntöjen sekä muiden yleisen edun suojelemiseksi annettujen lainsäädännön säännösten tai määräysten vastaista toimintaa".

Useissa sijoituspalveludirektiivin säännöksissä ehdotetaan laajoja valtuuksia vastaanottavan jäsenvaltion viranomaisille menettelytapasääntöjen täytäntöönpanossa "yleisen edun" nimissä.

Toisaalta Euroopan yhteisöjen tuomioistuimessa on johdonmukaisesti katsottu, että kansallisten sääntöjen määrääminen, vaikka se tapahtuisi syrjimättömällä tavalla, edellyttää tarkastelua perustamissopimuksen 49 ja 50 artiklan nojalla.¹⁹ Tässä voidaan viitata aiheeseen liittyvässä asiassa äskettäin annettuun tuomioon (asia C-222/95, Parodi v. Banque Albert de Bary, joka liittyy kiinnelainojen myöntämiseen pankkialalla (Kok. 1997, s. I-3899)), jossa Euroopan yhteisöjen tuomioistuin päätti, että

"[...]tiettyjen palvelujen tarjoamiseen liittyvän erityisen luonteen takia palvelujen tarjoajalle asetettujen erityisten vaatimusten, jotka ovat perusteltuja tämän tyyppistä toimintaa koskevien säännösten perusteella, ei voida katsoa olevan perustamissopimuksen kanssa yhteensopimattomia.

On kuitenkin todettava, että palvelujen tarjoamisen vapautta perustamissopimuksen peruseriaatteena voidaan rajoittaa ainoastaan sellaisilla yleisillä etua koskevilla pakottavilla syillä, joita sovelletaan kaikkiin henkilöihin ja yrityksiin, jotka harjoittavat toimintaa palvelun vastaanottajajäsenvaltion alueella, silloin kun tätä etua ei ole jo turvattu säännöksillä, joita palvelun tarjoajaan sovelletaan tämän sijoittautumisjäsenvaltiossa. Erityisesti näiden edellytysten on oltava objektiivisesti välttämättömiä ammattitoimintaa koskevien säännösten noudattamisen takaamiseksi ja palvelujen vastaanottajan suojaamisen varmistamiseksi, eivätkä ne saa olla tiukempia kuin mikä on tarpeen kyseisten päämäärien saavuttamiseksi [...]"

¹⁹ *"[...] Perustamissopimuksen 49 artiklassa ei edellytetä ainoastaan kaiken kansallisuuteen perustuvan syrjinnän poistamista toiseen jäsenvaltioon sijoittautuneiden palveluiden tarjoajien osalta vaan myös kaikkien sellaisten rajoitteiden poistamista, joita sovelletaan erottelematta kansallisiin palveluiden tarjoajiin ja toisen jäsenvaltion palveluiden tarjoajiin ja jotka todennäköisesti estävät tai haittaavat sellaisen palveluiden tarjoajan toimia tai tekevät ne vähemmän edulliseksi, joka on sijoittautunut toiseen jäsenvaltioon, jossa hän tarjoaa samanlaisia palveluita laillisesti." (Ks. asia C 369/96 Arblade & Leloup ja C-376/96 (Kok. 1999, s. I-8543)).*

Sijoituspalveludirektiivin 11 artiklassa sallitaan vastaanottavan jäsenvaltion viranomaisille aktiivinen rooli menettelytapasääntöjen täytäntöönpanossa 11 artiklan nojalla. Komissio katsoo kuitenkin, että suorittaessaan velvollisuuttaan panna menettelytapasäännöt täytäntöön vastaanottavan jäsenvaltion viranomaiset voisivat ottaa huomioon kaksi asiaan liittyvää seikkaa: (1) Onko palvelun tarjoajan kotivaltiossa pantu täytäntöön menettelytapasäännöt, jotka tarjoavat vastaavan suojan? (2) Onko vastaanottavan jäsenvaltion sääntöjen määrääminen oikeasuhteinen toimi "yleisen edun" säilyttämiseksi?

- "Oikeasuhteisuuden" arvioinnissa on tarpeen yksilöidä kriteerit, joita voidaan mahdollisesti käyttää määriteltäessä, kuinka vastaanottavan jäsenvaltion viranomaiset voisivat käyttää valtaansa kotimaisten menettelytapasääntöjen soveltamiseksi. Komissio pitää yhtenä mahdollisena kriteerinä "(sijoittajan-/kuluttajan-) suojan tarvetta".²⁰

"Suojan tarpeen" keskeistä merkitystä tukee myös muu EU:n sijoituspalvelu- ja arvopaperimarkkinalainsäädäntö.²¹ Sijoittajien - tai niiden neuvonantajien - on tehtävä omat arvionsa ehdotetun sijoituksen yksityiskohdista. Menettelytapasäännöillä pyritään ainoastaan varmistamaan, että sijoittajaa ei houkutella tekemään epäsoivia investointeja, ja suojaamaan sijoittajaa väärinkäytöksiltä ja rikkomuksilta. Sijoituspalveluja ja arvopaperialaa koskevassa lainsäädännössä painotetaan voimakkaasti tiedonantovelvollisuuden periaatteita, joiden perusteella rationaaliset sijoittajat voivat tehdä perusteltuja päätöksiä.

Edellä esitetyn valossa "suojan tarve" on yksi mahdollinen kriteeri, jota vastaanottavan jäsenvaltion viranomaiset voivat käyttää silloin, kun täytyy arvioida, onko sen menettelytapasääntöjen soveltaminen "oikeasuhteista".

1. Ammattimaisten sijoittajien suoja

Asiantuntemus ja kyky toimia oman etunsa puolesta ovat ratkaisevia tekijöitä "suojan tarvetta" määriteltäessä. Ammattimaisella sijoittajalla voidaan katsoa olevan kykyä ja asiantuntemusta tehdä perusteltuja ja tietoon perustuvia sijoituspäätöksiä.

Euroopan yhteisöjen tuomioistuin on soveltanut tällaista lähestymistapaa lainkäytössään. Tuomioistuin on erityisesti todennut, että sopimuksen heikomman osapuolen suojelemiseksi tarkoitettujen toimien ei voida katsoa täyttävän yleisen edun kriteeriä, kun vastapuolena on ammattimainen sijoittaja.²² Perustelu nojautuu siihen, että "suojan tarvetta" ei ole. Sama perustelu voi olla hyödyllinen ammattimaisten sijoittajien tapauksessa. Aiemmin aiheeseen

²⁰ Se on tarkasteltavana olevien menettelytapasääntöjen taustalla oleva perustelu. Se on myös sijoituspalveludirektiivin yhdistävä periaate, joka on selkeästi ilmaistu useissa säännöksissä: johdanto-osan 32 kappaleessa, jossa säädetään että sijoittajansuojan täytäntöönpanemiseksi on "aiheellista ottaa huomioon eri sijoittajaryhmien erilaiset suojan tarpeet ja ammattitaidon taso" kuten edellä on esitetty, 11 artiklan 1 kohdan edellyttämät menettelytapasäännöt perustuvat tarpeeseen huolehtia asianmukaisesta suojasta ja asiakkaan reilusta kohtelusta.

Direktiivin 14 artiklan 4 kohdassa edellytetään, että jäsenvaltiot ottavat huomioon sijoittajien erilaiset tarpeet suojaan ja erityisesti ammattimaisten sijoittajien ja yhteisösijoittajien kyky toimia omien etujensa mukaisesti päättäessään, voidaanko sijoittajalle myöntää poikkeus vaatimuksesta toteuttaa liiketoimet säännellyillä markkinoilla 14 artiklan 3 kohdan nojalla.

²¹ Sijoittajien korvausjärjestelmää koskeva direktiivi (97/9/ETY) on tältä kannalta erityisen hyödyllinen. Tämän direktiivin 4 artiklan 2 kohdassa säädetään, että tietyt ammattimaiset sijoittajat ja yhteisösijoittajat voidaan poikkeuksellisesti jättää pakollisen sijoittajia koskevan korvausjärjestelmän ulkopuolelle "jäsenvaltion arvioidessa, että tietyn tyyppiset ja erityisesti luellut sijoitukset tai sijoittajat eivät tarvitse erityistä suojaa" (johdanto-osan 17 kappale). Sijoittajien korvausjärjestelmää koskeva direktiivi keskittyy selvästi "suojan tarvetta" korostavaan ajattelutapaan.

²² Asia C-205/84 Komission jäsen v. Saksan liittotasavalta.

liittyvässä asiassa annetussa vakuutusalan tuomiossa Euroopan yhteisöjen tuomioistuimien on soveltanut perustelua, jossa todetaan, että ammattimaiset ja asiantuntijasijoittajat tarvitsevat vähemmän suojaa kuin piensijoittajat (asia C-220/83). Sama perustelu vaikutti merkittävästi Euroopan yhteisöjen tuomioistuimen perusteluihin Alpinen asiassa (asia C-384/93), jossa tuomioistuin tuki tiukempien sääntöjen soveltamista markkinoitaessa ja mainostettaessa johdannaisiin perustuvia sijoituksia piensijoittajille.

Ammattimaisen sijoittajan ja piensijoittajan välinen ero, joka jäsenvaltioiden on tehtävä 11 artiklan 1 kohdan perusteella, on mahdollisesti tarkoituksenmukainen, kun pyritään selkeyttämään, missä määrin sijoittaja "tarvitsee" vastaanottavan jäsenvaltion menettelytapasääntöjen suojaa kotivaltion sääntöjen lisäksi. "Oikeasuhteisuuden" testiä saattaa olla vaikeampi soveltaa ammattimaisiin sijoittajiin, koska ne tarvitsevat vähemmän suojaa.

Sitä mahdollisuutta, että ammattimaisten sijoittajien tarpeet voidaan täysin kotivaltion menettelytapasääntöjä soveltamalla, vahvistaa havainto, että kaikki jäsenvaltiot näyttävät panneen toimeen riittävän ja vertailukelpoisen ammattimaisten sijoittajien suojan. Kuten edellä on esitetty kaikki kansalliset järjestelyt tarjoavat riittävää suojaa, jotta asiantuntevat tai ammattimaiset sijoittajat voivat tehdä perusteltuja sijoituspäätöksiä ja ryhtyä mahdollisiin toimenpiteisiin taloudellisten etujensa varmistamiseksi.

Kotivaltion suojan edut ulottuvat täysin muissa jäsenvaltioissa toimiviin yrityksiin. Tämä johtuu siitä, että ennen kuin sijoituspalveluyritys ryhtyy liiketoimeen toisessa maassa sijaitsevan asiakkaan kanssa, sen on todettava vastapuolen henkilöllisyys ja tehtävä tarpeelliset sopivuustestit. Tämä puolestaan laukaisee kotivaltion menettelytapasääntöjärjestelmän tärkeiden osatekijöiden automaattisen soveltamisen (rekisteröinti/arkistointi, tietojen julkistaminen ja best execution), joita kotivaltion viranomaiset voivat tehokkaimmin valvoa ja panna täytäntöön.²³

Seuraavat käytännön seikat olisi myös pidettävä mielessä:

- Yleisesti käytössä olevat käytännön järjestelyt (mallisopimukset ja muut kodifioidut sopimukset) tarjoavat ammattimaisille sijoittajille sopimus pohjan, jolla ratkaistaan vastapuoliin kohdistuvat epäkohdat nopeasti ja kustannustehokkaasti.
- Tiettyjä sähköisen kaupan lainsäädännöllisiä piirteitä koskeva direktiivi, jonka on tarkoitus tulla voimaan tammikuussa 2002. Direktiivin tarkoituksena on luoda Eurooppaan sähköisen kaupankäynnin kehittämistä kannustava oikeudellinen ympäristö. Direktiivin johtajatuksena sijoituspalveluiden osalta on, että sähköisesti tarjottua palvelua säännellään soveltuvalla alkuperämaan lainsäädännöllä. Tätä tulosta sovelletaan varauksetta yritysten tai ammattilaisten kesken tekemiin kaappoihin, mutta ei kuluttajasopimuksiin perustuviin sopimusvelvoitteisiin.

²³ Julkisasiamiehen kanta Alpinen asiassa (asia C-384/93) on tässä mielessä huomionarvoinen. Julkisasiamies totesi siinä, että jäsenvaltiolla, josta puhelu on soitettu, on parhaat mahdollisuudet säännellä puhelinmarkkinointia, johon ei ole pyydetty asiakkaan lupaa (ns. *cold calling*). Vaikka vastaanottava jäsenvaltio haluaisikin kieltää *cold calling* -markkinoinnin tai asettaa sille tiettyjä ehtoja, se ei voi estää tai valvoa puheluita muista jäsenvaltioista ilman ko. valtion toimivaltaisten viranomaisten yhteistyötä.

Edellä esitettyjen syiden vuoksi komissio katsoo, että kansallisten menettelytapasääntöjen voidaan katsoa tarjoavan riittävän ja vertailukelpoisen suojan ammattimaisille sijoittajille. Niiden valossa komissio katsoo, että kansalliset toimivaltaiset viranomaiset voisivat harkita mahdollisuutta olla soveltamatta vastaanottavan jäsenvaltion menettelytapasääntöjä rajatylittäviin sijoituspalveluihin, kun niitä tarjotaan ko. jäsenvaltiossa asuvalle ammattimaiselle sijoittajalle.

Kehikko 3. Mitkä ammattimaiset sijoittajat voitaisiin vapauttaa vastaanottavan jäsenvaltion sääntöjen noudattamisesta?

Äskettäin laaditussa FESCO:n sopimuksessa sijoittajien luokittelusta 11 artiklan tarkoituksia varten on yksilöity sijoittajat, joita voitaisiin automaattisesti pitää "ammattilaisina". ***Näille sijoittajille tarjottuihin sijoituspalveluihin voitaisiin soveltaa yksinomaan niitä menettelytapasääntöjä, jotka ovat voimassa palvelun tarjoajan maassa ("kotivaltio").***²⁴

Tämän automaattisesti ammatillisina pidettyjen sijoittajien ryhmän lisäksi kansalliset viranomaiset voivat myös päättää, soveltavatko ne liiketoimintaan vastaanottavan valtion suojaa sellaisen sijoittajan osalta, jota ei automaattisesti katsota "ammattilaiseksi", vai jättävätkö ne sen soveltamatta. Arvio voidaan suorittaa jäsenvaltion "yleisen edun" nimissä.

2. Piensijoittajien suoja

Koska nykyiset sopimusperusteiset ja sopimusten ulkopuoliset puitteet ja täytäntöönpanojärjestelmät ovat hajanaisia, kansallisten viranomaisten ongelmana voi olla, että maan piensijoittajien asema ei ole oikeudellisesti varma tai että piensijoittajiin kohdistuu vastapuoliriski. Edellä olevassa III luvussa on korostettu niitä liiketoimen suojaamisen eroja, jotka estävät olettamasta, että nämä säännöt ovat "vastaavia" piensijoittajan osalta. Piensijoittajan suojaa saattaa sen vuoksi parantaa se, että piensijoittajaan sovelletaan paikallisia menettelytapasääntöjä, jotka koskevat transaktioita, joissa ko. maassa asuva piensijoittaja on mukana.

Näin ollen piensijoittajat tarvitsevat enemmän suojaa kuin ammattimaiset sijoittajat. Jäsenvaltiot voisivat ottaa tämän huomioon harkitessaan sijoituspalveludirektiivin 11 artiklan 1 ja 2 kohdan toimeenpanoa.

Tämä piensijoittajia koskeva arvio saattaa muuttua markkinoiden kehittyessä ja valvontayhteistyön lisääntyessä. Sähköiseen viestintään ja jakeluun perustuvien uusien liiketoimintamallien kehittyessä tämänhetkistä lähestymistapaa saatetaan joutua muuttamaan. Kaikkien viestintäpalveluiden sähköisen tarjonnan oikeudellinen ympäristö tulee myös muuttamaan. Tämä kehitys joudutaan ehkä ottamaan huomioon tavassa, jolla kansalliset toimivaltaiset viranomaiset ovat yhteistyössä liiketoiminnan suojan täytäntöönpanossa. Komissio tarkastelee näitä kysymyksiä myös sijoituspalveludirektiivin tarkistusta koskevassa rinnakkaisessa tiedonannossa. Niitä käsitellään myös tulossa olevassa komission vihreässä kirjassa, joka koskee sähköistä kauppaa ja rahoituspalveluita.

²⁴ Automaattisesti ammatillisiksi luokitelluilla sijoittajilla säilyy kuitenkin mahdollisuus pyytää korkeamman tasoista suojaa vastapuoleltaan.

Toinen huomionarvoinen seikka on, että FESCO valmistelee nyt – sovittuaan sijoittajien luokittelujärjestelmästä – yhteisiä standardeja liiketoiminnan suojan toteuttamiselle. Piensijoittajien kohtelua koskeva yhteinen näkemys saattaa tarkoittaa, että joudutaan tarkastelemaan uudelleen kysymystä, edellyttääkö "yleinen etu" edelleenkin kotivaltion järjestelmän soveltamista näihin sijoittajiin.

3. Sivuliikkeiden kohtelu

On olemassa nimenomaisesti sivuliikkeen harjoittamaa sijoitustoimintaa koskevia seikkoja, jotka saattavat oikeuttaa vastaanottavan jäsenvaltion menettelytapasääntöjen soveltamisen sivuliikkeen asiakkaisiin liittyviin tehtäviin. Tämä päätelmä koskee sivuliikkeen sekä ammattimaisille sijoittajille että piensijoittajille tarjoamia palveluita.

Sen maan viranomaisilla, johon sivuliike on perustettu, on parhaat edellytykset valvoa etulinjassa säännösten noudattamista molempien sijoittajaluokkien osalta. Toisessa jäsenvaltiossa sijaitsevassa sijoituspalveluyrityksessä on yleensä käytössä asiakasjärjestelmät, jotka ovat emoyrityksestä riippumattomia. Sivuliikkeen sijaintimaan valvontaviranomaiset ovat paikan päällä, niillä on suora pääsy sivuliikkeen kirjanpidon kirjausketjuun ja rekistereihin ja ne voivat paremmin tarkastaa sivuliikkeen ja sen asiakkaiden välisen suoran suhteen hoitoa.

Tämä perustelu on johdonmukainen sijoituspalveludirektiivin 10 artiklan viidennen luetelmakohdan kanssa, jossa säädetään, että "yksityiskohtaiset säännöt sivuliikkeen perustamisen yhteydessä eivät saa olla ristiriidassa ... [vastaanottavan jäsenvaltion] säätämien menettelytapasääntöjen kanssa".

VII. PÄÄTELMÄT

Tässä tiedonannossa on tarkasteltu sitä, miten jäsenvaltiot panevat täytäntöön 11 artiklassa vaaditut menettelytapasäännöt. Tiedonannossa todetaan seuraavaa:

- Vaikka täytäntöönpanon sisältö ja muoto ovat eronneet yksityiskohdiltaan eri jäsenvaltioissa, kansalliset menettelytapasäännöt näyttävät tarjoavan ammattilaisille vastaavan liiketoiminnan suojan sikäli kun asiantuntijasijoittajat voivat niiden avulla tehdä hyvin perusteltuja päätöksiä ehdotetun palvelun luonteesta.
- Useimmissa täytäntöönpanevista säädöksissä ilmenee yleinen vaatimus erottaa ammattimaiset ja muut sijoittajat toisistaan. Eron täytäntöönpano vaihtelee kuitenkin käytännössä huomattavasti jäsenvaltioittain, minkä vuoksi sijoituspalveluyritys voi olla eri tavoin luokiteltu samanlaisen transaktion osalta eri jäsenvaltioissa. Niinpä rajatylittävää toimintaa harjoitaviin sijoituspalveluyrityksiin voi kohdistua laadullisesti erilaiset liiketoiminnan menettelytapasäännöt.
- Jäsenvaltioissa sovelletaan kotivaltion menettelytapasääntöjä maahan tehtäviin sijoituspalveluihin riippumatta siitä, onko palvelun tarjoajan maassa pantu täytäntöön vastaava liiketoiminnan suoja.

Tästä johtuva oikeusvarmuuden puute ja päällekkäiset vaatimukset ovat epätaloudellisia ja erittäin hajottavia sijoituspalveluiden rajatylittävän tarjonnan kannalta. Näiltä kustannuksilta voidaan välttyä ammattimaisten sijoittajien välisten sijoituspalveluiden osalta tekemällä johdonmukainen ja järjestelmällinen ero ammattimaisten sijoittajien ja piensijoittajien välille.

Sijoituspalveludirektiivin 11 artiklan 1 kohdassa edellytetään selkeästi, että kansallisten viranomaisten on tehtävä ero ammattimaisten ja muiden sijoittajien välillä menettelytapasääntöjen täytäntöönpanossa. Komissio katsoo, että tämä velvoite ei edellytä menettelytapasääntöjen sisällön yhdenmukaistamista ennakolta. Sijoituspalveludirektiivissä ei ole selkeää määritelmää ammattimaiselle sijoittajalle, mutta FESCO on äskettäin sopinut yhteisestä ammattimaisten sijoittajien luokittelumallista. Ottaessaan huomioon ammattimaisen luonteen 11 artiklan 1 kohdan tarkoituksia varten kansalliset viranomaiset voivat ehkä ottaa huomioon FESCO:n sopimuksen ammattimaisten sijoittajien ja piensijoittajien erosta.

Tässä tiedonannossa on myös hahmoteltu mahdollista lähestymistapaa, jolla ohjataan vastaanottavan jäsenvaltion viranomaisia niiden suorittaessaan velvollisuuttaan menettelytapasääntöjen täytäntöönpanossa 11 artiklan 2 kohdan nojalla ja "yleisen edun" nimissä. Vastaanottavan jäsenvaltion viranomaiset voisivat erityisesti pyrkiä soveltamaan menettelytapasääntöjä tavalla, joka on oikeassa suhteessa todelliseen sijoittajan suojan tarpeeseen. Tässä tiedonannossa on esitetty joitakin seikkoja, joiden perusteella **FESCO:n luokittelun 1. luokan määritelmän mukaiset ammattimaiset sijoittajat, joilla on tarvittava ammattitaito arvioida ehdotettuun sijoitustoimeen liittyviä piirteitä, voivat tehdä sijoituksia siten, että niitä koskee ainoastaan palvelun tarjoajan maan suoja.** Kotivaltion valvontaviranomaisten menettelytapasääntöjen täytäntöönpano tarjoaa vastaavan suojan tähän luokkaan kuuluville sijoittajille.

Tiedonannossa todetaan kuitenkin, että piensijoittajat tarvitsevat vastaanottavan jäsenvaltion menettelytapasääntöjen tarjoamaa suojaa. Sitä, missä määrin vastaanottavan jäsenvaltion liiketoimen suoja on oikeasuhteinen toimi piensijoittajan edun suojaamiseksi, voidaan tarkastella uudelleen, jos esimerkiksi nykyiset FESCO:n johdolla tehdyt ponnistelut liiketoiminnan suojan standardoimiseksi ei-ammattilaisten sijoittajien osalta johtavat kansallisten käytäntöjen lähentymiseen.

Tiedonannossa tarkastellaan myös kotivaltion ja vastaanottavan valtion viranomaisten rooleja ja velvollisuuksia menettelytapasääntöjen täytäntöönpanossa sijoituspalveluyrityksen sivuliikkeen osalta. Menettelytapasääntöjen valvonta on tehokkaampaa, jos valvoja ja asiakkaan kanssa tekemisissä oleva yrityksen osa ovat lähellä toisiaan. Tämä viittaa siihen, että sivuliikkeen sijaintimaan viranomaisilla saattaa olla paremmat edellytykset valvoa sivuliikkeen ja asiakkaan välistä suhdetta kuin emoyrityksen maan valvontaviranomaisella. Sekä yleinen etu että sijoituspalveludirektiivin säännökset tukevat tätä. Tämä päätelmä koskee sivuliikkeen sekä ammattimaisille sijoittajille että piensijoittajille tarjoamia palveluita .

Ammattimaisen sijoittajan ja piensijoittajan välisen eron soveltaminen voisi edistää rajatylittävää sijoituspalveluiden tarjontaa ammattimaisille sijoittajille edellyttämättä muodollista muutosta sijoituspalveludirektiiviin. Lainsäädännöllinen selkeys ja oikeusvarmuus puoltavat kuitenkin sijoituspalveludirektiivin 11 artiklan ja siihen liittyvien säännösten muuttamista. Rinnakkainen tiedonanto, jossa kartoitetaan sijoituspalveludirektiivin kattavaa nykyaikaistamista, on laajalla lausuntokierroksella, johon lähikuukausien aikana osallistuu kansallisia viranomaisia, valvontaviranomaisia ja markkinatoimijoita. Tässä tiedonannossa on esitetty eräs mahdollinen suunta, jonka mukaisesti sijoituspalveludirektiiviä voitaisiin muuttaa. Lausuntoja antavat tahot voivat ottaa huomioon tässä asiakirjassa esitetyn analyysin ja se voidaan ottaa huomioon myös sijoituspalveludirektiivin tarkistusta koskevissa kommentteissa ja vastauksissa.