

**Valtioneuvoston kirjelmä Eduskunnalle ehdotuksesta
Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi (sijoituspalveludirektiivi)**

Perustuslain 96 §:n 2 momentin perusteella lähetetään eduskunnalle Euroopan yhteisöjen komission 19 päivänä marraskuuta 2002 tekemä ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi sijoituspalveluista

ja säännellyistä markkinoista sekä neuvoston direktiivin 85/611/EY, neuvoston direktiivin 93/6/EY ja Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2000/12/EY muuttamisesta ja ehdotuksesta laadittu muistio.

Helsingissä 30 päivänä tammikuuta 2003

Ministeri *Suvi-Anne Siimes*

Vanhempi hallitussihteeri Jarkko Karjalainen

EHDOTUS EUROOPAN PARLAMENTIN JA NEUVOSTON DIREKTIIVIKSI SIJOITUSPALVELUISTA JA SÄÄNNELLYISTÄ MARKKINOISTA SEKÄ NEUVOSTON DIREKTIIVIN 85/611/ETY, NEUVOSTON DIREKTIIVIN 93/6/ETY JA EUROOPAN PARLAMENTIN JA NEUVOSTON DIREKTIIVIN 2000/12/EY MUUTTAMISESTA (SIJOITUSPALVELUDIREKTIIVI)

1. Yleistä

Vuonna 1993 annetun sijoituspalveludirektiivin tarkoituksena oli vahvistaa toimiluvan saaneisiin sijoituspalveluyrityksiin ja pankkeihin sovellettavat edellytykset, joiden täyttyessä ne saattoivat tarjota tiettyjä palveluja muissa jäsenvaltioissa kotijäsenvaltion myöntämän toimiluvan ja sen harjoittaman valvonnan perusteella. Tämänkaltaiseen EU:n laajuisen toimilupa-voimat nykyisen sijoituspalveludirektiivin mukaan kuulua muun muassa seuraavat sijoituspalvelut: arvopaperivälitys, arvopaperikaupinta, markkinatakaus, yksilöllinen omaisuudenhoito sekä emissiointakaaminen ja -järjestäminen. Sijoituspalveludirektiivillä annettiin lisäksi kaikille toimiluvan saaneille sijoituspalveluyrityksille oikeus osallistua suoraan tai etäyhteyksien kautta muiden jäsenvaltioiden pörseissä ja/tai säännellyillä markkinoilla käytävään kauppaan. Jotta yritykset voisivat todellisuudessa käyttää tätä oikeuttaan, sijoituspalveludirektiiviin otettiin säännöksiä, joissa määritellään joitakin vastavuoroisesti tunnustettujen markkinoiden ominaispiirteitä ja joissa näiden markkinoiden toiminnalle asetetaan tiettyjä vaatimuksia. Sijoituspalveludirektiivi on säädös, jolla pyritään käytännössä toteuttamaan perustamissopimuksessa vahvistetut vapaudet sijoituspalvelujen ja järjestelmällisen rahoitusvälinekaupan alalla.

Komissio antoi ehdotuksen uudistetuksi sijoituspalveludirektiiviksi 19 marraskuuta 2002. Direktiiviehdotus on osa lainsäädäntöohjelmaa, jolla on tarkoitus tukea yhdenyhteistä ja tehokkaita eurooppalaisia pääomamarkkinoita. Koska kilpailukykyisellä ja joustavalla markkinalähtöisellä rahoituksella voidaan edistää kasvua ja työllisyyttä, Eu-

roopan rahoitusmarkkinoiden yhdentäminen asetettiin Lissabonissa ja Tukholmassa pidetyissä Eurooppa-neuvoston kokouksissa yhdeksi Euroopan talouden uudistussuunnitelman tärkeimmistä tavoitteista. Etujen hyödyntäminen edellyttää sijoitustoiminnan esteiden poistamista sekä kattavaa toimenpideohjelmaa, jolla yhdenmukaistetaan kansalliset lait kaupankäynnin kaikkien vaiheiden osalta. Näihin kuuluvat mm. liikkeeseenlaskuun liittyvät tiedonantovelvollisuudet, kaupankäyntiä ja markkinaosapuolten toimintaa koskevat yleisohjeet sekä toteutettujen kauppojen loppuunsaattaminen ja niistä tiedottaminen. Sijoituspalveludirektiivin uudistaminen on tarpeen siksi, ettei nykyinen direktiivi enää tarjoa toimivia puitteita rajat ylittävän sijoitustoiminnan harjoittamiselle EU:ssa. Se ei myöskään sisällä selkeitä perussääntöjä, jotka mahdollistaisivat kaupankäynti-infrastruktuurien välisen kilpailun ja vahvistumisen.

Nykyisen direktiivin suurimpiin puutteisiin voidaan lukea se, ettei direktiivi tarjoa riittävää yhdenmukaistamista, jotta sijoituspalveluyritysten toimilupien tehokas vastavuoroisen tunnustaminen olisi sen perusteella mahdollista. Rajat ylittävän liiketoiminnan päällekkäisellä valvonnalla on huomattavasti heikennetty sijoituspalveludirektiivin mukaisen toimiluvan tehokkuutta. Sijoituspalveludirektiivi myös sisältää vanhentuneita sijoittajan suojausäännöksiä. Lisäksi se ei kata kaikkia sijoittamiseen liittyviä palveluja. Se ei myöskään ota huomioon markkinapaikkojen välistä kilpailua. Direktiivin antamisajankohtana markkinapaikkojen välillä ei ollut kilpailua siinä mitassa kuin nykyisin. Erilaisten kaupankäyntimenettelyjen välisestä kilpailusta on kuitenkin tullut sääntelyn tärkein haaste

arvopaperimarkkinoita valvoville. Se myös antaa kansallisille viranomaisille oikeuden määrätä, että vähittäissijoittajien toimeksiannot voidaan toteuttaa vain säännellyillä markkinoilla (*concentration rule*). Useat jäsenvaltiot ovat hyödyntäneet tätä mahdollisuutta tukeakseen järjestelyä, jossa vähittäissijoittajien toimeksiannot toteutetaan kirjaimella ne säänneltyjen markkinoiden ylläpitämiin, keskitettyihin tarjouskirjoihin. Jotkin jäsenvaltiot sen sijaan ovat päättäneet olla hyödyntämättä tätä mahdollisuutta ja jättäneet sijoituspalveluyritysten päätettäväksi sen, miten ne voivat parhaiten varmistaa asiakkaidensa toimeksiantojen parhaan toteutuksen (*best execution*). Tämänkaltaiset markkinarakenteen sääntelyyn liittyvät perusteelliset erot ovat puolestaan johtaneet siihen, että kaupankäyntitavat, markkinoiden ylläpitoa koskevat säännöt, toimeksiantojen erilaisten toteutuspaikkojen välisen kilpailun mahdollisuudet ja markkinaosapuolten toimintatavat poikkeavat toisistaan eri maissa.

Nykyisen sijoituspalveludirektiivin säännökset, jotka koskevat toimivaltaisten viranomaisten nimeämistä ja niiden välistä yhteistyötä, eivät ole riittäviä. Direktiivi ei sisällä riittävän selkeitä säännöksiä täytäntöönpanovastuun jakamisesta jäsenvaltioiden sisällä, eikä se tarjoa toimivaa perustaa rajat ylittävälle valvontayhteistyölle. Rahoitusalan yhtenäismarkkinoiden edellytyksenä on, että lainvastaiseen toimintaan puututaan yhtä tehokkaasti ja että siitä määrätään yhtä tehokkaat seuraamukset kaikissa jäsenvaltiossa. Yhdentyneiden ja asianmukaisesti toimivien yhtenäismarkkinoiden edellytyksenä on lisäksi, että kansalliset viranomaiset tekevät yhteistyötä ja vaihtavat tietoja varauksetta ja välittömästi. Nykyiseen sijoituspalveludirektiiviin sisältyvät valvontayhteistyötä koskevat säännökset laadittiin tilanteessa, jossa kansallisten rahoitusmarkkinoiden välisiä yhteyksiä hyödynnettiin nykyistä vähemmän.

2. Ehdotuksen pääasiallinen sisältö

2.1. Tavoitteet

Ehdotuksella direktiiviksi sijoituspalveluista ja säännellyistä markkinoista pyritään pa-

rantamaan EU:n lainsäädännön kykyä vastata seuraaviin kahteen kokonaisvaltaiseen sääntelytavoitteeseen: 1) sijoittajien ja markkinoiden eheyden suojaaminen asettamalla yhdenmukaistetut vaatimukset toimiluvan saaneiden välittäjien toiminnalle, ja 2) puolueettomien, läpinäkyvien, tehokkaiden ja yhden-
tyneiden rahoitusmarkkinoiden edistäminen.

2.2. Keskeiset ehdotukset

2.2.1 Kauppojen toteutuksen sääntely

Ehdotuksessa kauppojen toteutuksen sääntely jakaantuu säänneltyjä markkinoita koskeviin korkean tason periaatteisiin, uuteen sijoituspalveluun monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän ylläpidosta ja toimintojen sisäistämiseen.

Säänneltyjä markkinoita koskevat korkean tason periaatteet. Ehdotuksessa on säilytetty nykyisessä sijoituspalveludirektiivissä keskeisten säänneltyjen markkinoiden erityisasema ja toimilupamenettely. Nämä markkinat ovat kaikissa jäsenvaltioissa vakiintuneet osaksi arvopapereita koskevia kansallisia säännöstöjä.

Jäsenvaltioiden on ehdotuksen mukaan asetettava säännellyille markkinoille tiettyjä, nykyistä laajempia velvoitteita, joita markkinoiden on noudatettava nimetyn toimivaltaisen viranomaisen valvonnassa. Direktiiviehdotuksella pyritään ottamaan käyttöön yhteiset korkean tason periaatteet säänneltyjen markkinoiden toimiluvan myöntämistä sekä näiden markkinoiden sääntelyä ja valvontaa varten.

Tavoitteena on nimetä toimivaltainen viranomainen ja yksilöidä sovellettava lainsäädäntö (33 artikla). Ehdotuksella pyritään poistamaan epävarmuus siitä, minkä viranomaisen yksinomaiseen toimivaltaan säänneltyjen markkinoiden toiminta kuuluu. Näin pyritään estämään lainkäyttövaltaan liittyvien ristiriitojen syntyminen sekä oikeudellinen epävarmuus, jotka saattaisivat vahingoittaa markkinoilla toteutettujen transaktioiden oikeudellista pätevyyttä. Tavoitteena on myös ottaa käyttöön markkinoiden ylläpitäjää koskevat vaatimukset (34 artikla). Säänneltyjen markkinoiden ylläpitäjän johtohenkilöstöltä edellytetään luotettavuutta ja soveltuvuutta

sekä sitä, että sen käyttöön on osoitettu rahoitusmarkkinoiden asianmukaisen toiminnan varmistamiseksi tarvittavat taloudelliset resurssit. Lisäksi tavoitteena on vahvistaa säänneltyihin markkinoihin sovellettavat toiminnan järjestämistä koskevat vaatimukset näiden markkinoiden puolueettoman, asianmukaisen ja avoimuusvaatimusten mukaisen toiminnan varmistamiseksi. Näistä vaatimuksesta säädetään 36 artiklassa (kaupankäyntisäännöt) ja 39 artiklassa (markkinaosapuolten pääsy markkinoille)

Merkittävä markkinapaikkasääntelyn tavoite on myös asettaa kattavat kauppaa edeltävää ja sen jälkeistä avoimuutta koskevat velvoitteet, joita sovelletaan markkinoilla julkistettuihin toimeksiantoihin ja hintatarjouksiin sekä toteutuneita kauppvoja koskeviin yksityiskohtaisiin tietoihin. Avoimuutta säännellään etenkin artikloissa 41 ja 42. Avoimuusvaatimukset ennen kauppaa (41 artikla) edellyttävät toimeksiantopohjaisilta järjestelmiltä sitä, että niiden on julkistettava osa toimeksiantoluettelostaan. Hintatarjouksiin perustuvilla markkinoilla tiettyjen nimettyjen markkinatakaajien on julkistettava tietyn kokoisten kauppaerien osto- ja myyntitarjoukset. Julkistettavat toimeksianto- ja hintatarjous-tyypit määritellään komiteamenettelyä käyttäen. Avoimuusvaatimukset kaupan jälkeen (42 artikla) edellyttävät sitä, että säänneltyjen markkinoiden on julkistettava sääntöjensä ja järjestelmiensä perusteella toteutettujen osakauppojen kauppahinnat, määrät ja ajankohdat kohtuullisin kaupallisin ehdoin. Tiedot voidaan julkistaa viivästettyinä suurten kauppojen ja epälikvidien arvopapereiden osalta.

Ehdotuksessa säännellään myös niitä korkean tason periaatteita, joilla arvopaperi voidaan ottaa kaupankäynnin kohteeksi säännellyillä markkinoilla (37 artikla). Näiden periaatteiden täytäntöönpanoa koskevat yksityiskohtaiset periaatteet vahvistetaan komiteamenettelyssä. Periaatteilla ei kuitenkaan ole tarkoitus estää säänneltyjä markkinoita soveltamasta markkinasegmenteillään tiukempia, kaupankäynnin kohteeksi ottamista koskevia vaatimuksia. Säännöksellä pyritään lisäksi luomaan oikeudelliset puitteet, joissa säännelty markkinat voivat ottaa kaupankäynnin kohteeksi toisella lainkäyttöalueella liikkee-

seen laskettuja rahoitusvälineitä.

Direktiiviehdotuksessa säädetään myös olosuhteista ja edellytyksistä, joiden vallitessa toimivaltainen viranomainen tai säännelty markkinat voivat keskeyttää tai lopettaa rahoitusvälineellä käytävän kaupan (38 artikla). Siinä vahvistetaan lisäksi puitteet rahoitusvälineen kaupankäynnin keskeyttämiselle tai lopettamiselle silloin, kun kaupankäynti markkinapaikalla on hajaantunut. Kun toimivaltainen viranomainen päättää keskeyttää tai kieltää tietyn rahoitusvälineen kaupan, sen päätös tulee välittömästi sovellettavaksi kaikkeen kaupankäyntiin sen toimivalta-alueella.

Monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän ylläpito. Ehdotuksessa otetaan käyttöön uusi keskeinen sijoituspalvelu, joka muodostuu monenkeskisten kaupankäyntijärjestelmien ylläpidosta. Näiden järjestelmien ylläpitäjille voidaan näin myöntää sijoituspalveluyrityksen toimilupa kyseisten järjestelmien erityisluonteeseen mukautetun sääntelyn mukaisesti. Näiden järjestelmien määrä on merkittävä ja se kasvaa jatkuvasti. Niiden toiminta ei suoraan vastaan nykyisiä sijoituspalveluja, mikä on aiheuttanut epävarmuutta niiden toimiluvan myöntämisen ja niiden toiminnan valvonnan asianmukaisesta perustasta. Monenkeskisten kaupankäyntijärjestelmien ottamisella uudeksi sijoituspalveluyritysmuodoksi pyritään selkiyttämään näiden järjestelmien harjoittaman liiketoiminnan luonnetta EU:n lainsäädännön tarpeisiin sekä mahdollistamaan yhteisten näitä järjestelmiä varten vahvistettujen sääntelyperiaatteiden soveltaminen (markkinoihin kohdistuvien) riskien hallitsemiseksi. Monenkeskiset kaupankäyntijärjestelmät voivat tämän ansiosta tarjota järjestelmiään ja palvelujaan käyttäjille kaikkialla EU:ssa kotijäsenvaltionsa myöntämän toimiluvan nojalla. Monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän ehdotettu määritelmä perustuu laajaan selvitykseen ja Euroopan arvopaperimarkkinavalvojen komitean järjestämään kahteen avoimeen markkina-toimijoiden kuulemismenettelyyn.

Monenkeskiselle kaupankäyntijärjestelmälle asetettaviksi ehdotetut velvoitteet on johdettu säänneltyjä markkinoita koskevista periaatteista. Näihin velvoitteisiin ovat lisäksi voimakkaasti vaikuttaneet äskettäin julkaistut

Euroopan arvopaperimarkkinavalvojen komitean standardit, jotka koskevat vaihtoehtoisia kaupankäyntijärjestelmiä (*Alternative Trading Systems*).

Monenkeskisten kaupankäyntijärjestelmien (13 artikla) on sovellettava avoimia ja puolueettomia kaupallisia kriteerejä päättäessään käyttäjien pääsystä järjestelmään. Näiden järjestelmien todennäköinen käyttäjäkunta koostuu markkinaosapuolista, jotka ovat halukkaita käymään kauppaa omalla riskillä ja ilman asiamiestoimintaan liittyvän suojan tarjoamia etuja. Artiklassa säädetään lisäksi velvoitteesta varmistaa, että monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä ilmaistut kaupankäynti-intressit käsitellään puolueettomasti, tasapuolisesti ja viipymättä.

Monenkeskisten kaupankäyntijärjestelmien avoimuusvaatimukset vastaavat sitä, jota edellytetään osakkeita koskevilta kaupankäynti-intresseiltä silloin, kun ne julkistetaan tai kun niitä koskevat kaupat toteutetaan säännellyillä markkinoilla (27 ja 28 artikla). Mahdollisuudet kauppooja koskevien tietojen viivästettyyn julkistamiseen ja kauppaa edeltävän tiedonantovelvollisuuden kattavuus tulevat vastaamaan säännelyihin markkinoihin sovellettavia vaatimuksia. Sellaisille monenkeskisille kaupankäyntijärjestelmille, joihin ei liity sitovien hintatietojen julkistamista etukäteen, voidaan myöntää poikkeus kauppaa edeltävän avoimuusvaatimuksen osalta.

Monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän osapuolet ovat ehdotuksen mukaan ammatillisesti ja aktiivisesti markkinoilla toimivia markkinaosapuolia, jotka käyvät kauppaa omaan lukuunsa ja omalla riskillään ja pysyvät ottamaan vastuun omista sijoituspäätöksistään. Ne eivät odota monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän ylläpitäjän tarjoavan asiamiestoimintaan liittyvää suojaa. Menettelytapasäännöt ja muut sijoittajan suojaamiseksi tarkoitetut säännöt eivät tämän vuoksi ole tarpeen monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä harjoitettavalle kaupalle. Monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä olisi tämän vuoksi velvoitettava rajaamaan järjestelmän osallistujat "hyväksyttäviin vastapuoliin" (*eligible counterparties*) (22 artikla).

Säännelyjä markkinoita koskee säännös, jonka mukaan niillä on oikeus sijoittaa markkinatietojärjestelmiä muihin

jäsenvaltioihin tai ylläpitää muita järjestelyjä, joilla tarjotaan muissa jäsenvaltioissa sijaitseville etäkäyttäjille pääsy näille markkinoille ja mahdollisuus käydä niillä kauppaa.

Monenkeskisiä kaupankäyntijärjestelmiä ylläpitäville sijoituspalveluyrityksille on tarkoitus antaa vastaavanlainen oikeus palvelujen vapaan tarjonnan perusteella (29 artikla).

Jotta voitaisiin varmistaa, että nämä uudentyyppiset sijoituspalveluyritykset ovat varautuneet toiminnalleen ominaisiin riskeihin, niiltä edellytetään direktiivin 93/6/ETY (omien varojen riittävyydestä annettu direktiivi) mukaista perustamispääomaa ja omien varojen lisämäärää. Pääomaa ja perustamispääomaa koskevissa vaatimuksissa on otettava huomioon EU:ssa ja muilla kansainvälisillä foorumeilla tapahtunut sääntelyn kehitys erityisesti operatiivisen riskin pääomavaatimuksen osalta.

Ehdotuksessa ei ole katsottu tarpeelliseksi asettaa kaupankäynnin kohteeksi ottamista koskevia pakollisia vaatimuksia niille rahoitusvälineille, joilla käydään kauppaa monenkeskisissä kaupankäyntijärjestelmissä. Monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä on puhdas kaupankäyntijärjestely, jonka osapuolet voivat päättää, minkä tyyppisillä rahoitusvälineillä ne käyvät kauppaa. Jos monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kuitenkin käydään säännöllisesti kauppaa rahoitusvälineellä, jolla käydään kauppaa myös säännellyillä markkinoilla, järjestelmän olisi toteutettava tarpeelliset toimenpiteet varmistakseen, että rahoitusväline ja/tai sen liikkeeseenlaskija noudattaa tiedonantovelvollisuutta.

Toimintojen sisäistäminen. Ehdotuksella pyritään ajanmukaistamaan järjestelmällisesti sijoituspalveluyritysten velvoitteet niiden toteutettaessa arvopaperikauppoja säännelyjen markkinoiden tai monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän ulkopuolella. Uudistusten taustalla on kaksi eri näkökulmaa. Yhtäältä on ratkaistava eturistiriidat, joita voi syntyä, kun sijoituspalveluyritys, joka on sekä välittäjä että kaupitsija, toteuttaa asiakkaiden toimeksiantoja. Toisaalta on estettävä toimivalla ja oikeasuhteisella tavalla se, että toimeksiantoja säännelyjen markkinoiden

ulkopuolella toteuttavat kaupitsijat ja välittäjä-kaupitsijat haittaavat tehokasta hinnanmuodostusta ja mahdollisesti myös toimeksiantojen parasta toteutusta.

Ehdotuksessa annetaan uusi erillinen säännös eturistiriidoista, joka kattaa muun muassa integroitujen välittäjä-kaupitsijoiden toiminnan (16 artikla). Tällä säännöksellä pyritään varmistamaan sijoituspalveluyrityksen toiminnan järjestäminen siten, että yrityksen välitys- ja kaupintatoimintojen väliset eturistiriidat eivät haittaa asiakkaiden etuja. Välittäjä-kaupitsijoilta edellytetään, että ne tunnistavat, estävät tai muuten hallitsevat eturistiriidat siten, että niistä ei ole haittaa asiakkaille. Ehdotuksen mukaan komiteamenettelyssä laaditaan oikeudellisesti sitovat täytäntöönpanotoimet, joilla määritetään välittäjä-kaupitsijoilta edellytettävät hallinnolliset ja organisatoriset järjestelyt,

Ehdotuksessa vahvistetaan parasta toteutusta (*best execution*) koskevia velvoitteita myös toimintojen sisäistämisessä (19 artikla). Sijoituspalveluyrityksen on pystyttävä todistamaan, että se on kaikin keinoin pyrkinyt asiakkaan kannalta parhaaseen lopputulokseen. Tämän veloitteen mukaan toimeksiannon sisäinen toteutus on sallittua vain silloin, kun sillä saavutetaan samat tai paremmat ehdot kuin toteuttamalla toimeksianto säännellyillä tai laajemmilla markkinoilla.

Toimintojen sisäistämiseen kuuluu myös välittäjille asetettu velvollisuus laatia toimeksiantojen käsittelyä koskevat säännöt (20 artikla). Näillä säännöillä varmistetaan, että asiakastoimeksiannot käsitellään nopeasti sekä etuoikeusjärjestystä koskevien puolueettomien sääntöjen mukaisesti. Näillä säännöksillä pyritään varmistamaan, että sijoituspalveluyritys on aktiivinen toteuttaessaan asiakkaan toimeksiantoa eikä haittaa asiakkaan etuja omanvoitonpyynnön tai huolimattomuuden vuoksi. Lisäksi ehdotetaan, että asiakkaiden rajahintatoimeksiannot, joita yritys ei pysty itse toteuttamaan annetuina ehdoin, on toteutettava laajemmilla markkinoilla.

Avoimuussäännökset ovat keskeisessä asemassa pyrittäessä saavuttamaan tehokas

hinnanmuodostus ja kauppajen paras toteutus koko EU:n kattavassa ympäristössä, missä kauppajen toteutus tapahtuu useiden markkinoiden ja järjestelmien kautta. Noteerauksilla ja sijoituspalveluyritysten pörssin ulkopuolella toteuttamiin kauppajoihin sisältyvillä tiedoilla saattaa olla muille markkinaosapuolille merkitystä niiden määrittäessä rahoitusvälineiden arvoa. Tämän keskeisen ongelman ratkaisemiseksi on päätettävä, missä laajuudessa ja muodossa avoimuusvaatimuksia sovelletaan sijoituspalveluyritysten markkinapaikkojen ulkopuolella toteuttamiin kauppajoihin. Ehdotuksen mukainen perusoletus on, että ennen kauppaa ja sen jälkeen sovellettavien avoimuussääntöjen tulisi koskea sijoituspalveluyritysten markkinapaikan ulkopuolella toteuttamia kauppajia, paitsi jos muut näkökohdat (likviditeetin vähentyminen, noudattamiskustannukset) ovat tärkeämpiä kuin avoimuussääntöjen noudattaminen (20 artiklan 4 kohta sekä 25 ja 26 artikla).

2.2.2 Sijoittajansuoja ja sijoituspalveluyritykset

Direktiiviehdotuksessa yhdenmukaistetaan EU:n alueelle sijoittautuneiden sijoituspalveluyritysten toimiluvan myöntämistä ja toiminnan harjoittamista koskevat säännökset. Direktiiviehdotuksessa ajanmukaistetaan ja vahvistetaan perusteellisesti velvoitteita, joita sijoituspalveluyritysten on noudatettava tarjotessaan palveluja asiakkaille tai toimiessaan markkinoilla. Niin ikään uudistetaan ne oikeudet, jotka yrityksillä on saamansa toimiluvan perusteella. Asiaan liittyvät säännökset toimiluvan myöntämisen edellytyksistä mukaan lukien organisaatiota koskevat vaatimukset (4–14 artikla), toiminnan yleisistä ehdoista mukaan lukien eturistiriitojen tunnistaminen ja hallinta (15–17 artikla), sijoituspalveluyritysten velvoitteista niiden tarjotessa palveluja asiakkaille mukaan lukien liiketoiminnan menettelytapasäännöt, parasta toteutusta koskevat velvoitteet ja asiakastoimeksiantojen käsittelyä koskevat säännöt (18–22 artikla), velvollisuudesta

ylläpitää markkinoiden tehokkuutta ja eheyttä mukaan lukien kaupan jälkeiset avoimuusvaatimukset (23–28 artikla) ja sijoituspalveluyritysten oikeuksista (29–32 artikla).

Mainitut säännökset perustuvat suurelta osaltaan voimassa oleviin säännöksiin. Direktiiviehdotuksessa esitetään kuitenkin eräitä tarkistuksia.

Pääomavaatimukset. Uudistetussa sijoituspalveludirektiivissä ehdotetaan direktiivin 93/6/ETY muuttamista sen selventämiseksi, että toimilupavaatimuksen piiriin tulevat pelkästään sijoitusneuvontaa tarjoavat sijoituspalveluyritykset vapautetaan omien varojen riittävydestä annetun direktiivin velvoitteista. Direktiivin 62 artiklassa ehdotetaan lisättäväksi direktiivin 93/6/ETY 2 artiklan 2 kohtaan neljäs luetelmakohta, jossa todetaan että sijoituspalveluyrityksiä, joiden toimilupa kattaa ainoastaan sijoitusneuvontapalvelujen tarjoamisen, ei pidetä kyseisessä direktiivissä tarkoitettuina sijoituspalveluyrityksinä. Erityisiä pääomavaatimuksia voidaan perustella sillä, että pelkästään sijoitusneuvontaa tarjoavat yhteisöt eivät aiheuta muille markkinaosapuolille vastapuoli- tai järjestelmäriskiä. Pelkästään sijoitusneuvontaa tarjoavien tahojen kanssa toimiville asiakkaille ei myöskään synny välitöntä varojen menettämisen riskiä. Sääntelyn kannalta keskeisiä ongelmia tämänkaltaisessa toiminnassa ovat oikeudelliset ja operatiiviset riskit siitä, että yritykset eivät noudata menettelytapasääntöjä (*due diligence*) antaessaan yksittäisille asiakkaille sijoitussuosituksia. Direktiiviehdotuksessa ehdotetaan tällaisille yrityksille veloitetta hankkia vastuuvakuutus kattamaan nämä riskit vahingonkorvausten maksamiseksi asiakkaille, joille on myönnetty korvauksia puutteellisten neuvontapalvelujen aiheuttamista vahingoista. Tämä velvoite ja vastuuvakuutuksen kattavuus perustuvat vakuutusedustajista annetun direktiivin vastaaviin säännöksiin.

Eturistiriitojen hallinta. Ehdotetussa 16 artiklassa sijoituspalveluyrityksille asetetaan velvoite tunnistaa liiketoimintansa yhteydessä syntyvät eturistiriidat, jotka

saattavat haitata niiden asiakkaiden etuja. Sijoituspalveluyritysten olisi säännöksen mukaan estettävä eturistiriitojen haitallisten vaikutusten kohdistuminen asiakkaiden etuihin tai otettava käyttöön organisatorisia ja hallinnollisia järjestelyjä, joiden avulla eturistiriitoja voidaan hallita niin hyvin, että asiakkaiden edut eivät vaarannu. Säännöksen mukaan komiteamenettelyssä hyväksytään yksityiskohtaiset toimenpiteet, jotka tarkentavat näitä seikkoja. Jos yritys on pyrkinyt ratkaisemaan eturistiriidat organisatorisilla järjestelyillä, mutta ei voida riittävän luotettavasti varmistaa, että kyseiset eturistiriidat eivät enää potentiaalisesti haittaa asiakkaiden etuja, yrityksen on ilmoitettava jäljellä olevista eturistiriidoista asiakkaalle.

Liiketoiminnan menettelytapasäännöt. Artiklassa 18 säädetään komiteamenettelyn kautta laadittavista yhteisistä liiketoiminnan menettelytapasäännöistä. Artiklassa

säädetään, että sääntöjä sovelletaan eri tavalla eri sijoituspalveluihin sekä ammattimaisiin ja vähittäisasiakkaisiin, koska niiden tarvitseman sijoittajansuojan muoto ja intensiteetti vaihtelevat. Direktiiviehdotuksen liitteessä II vahvistetaan perusteet ja menettelyt, joiden pohjalta määritetään "ammattimaiset asiakkaat" sovellettaessa kevyempiä liiketoiminnan menettelytapasääntöjä. Yksityiskohtaisia täytäntöönpanosääntöjä sovelletaan eri tavoin myös sijoitus- ja liitännäispalveluihin ja/tai eri palvelutyyppeihin tai rahoitusvälineisiin.

Sivukonttorien toiminnan osalta ehdotetaan, että vastaanottavan jäsenvaltion viranomaiset ovat vastuussa liiketoiminnan menettelytapasääntöjen soveltamisesta. Vastaanottavan jäsenvaltion viranomaiset ovat lähimpinä sivuliikettä ja voivat parhaiten havaita yrityksen ja asiakkaan välisiin transaktioihin liittyvät rikkomistapaukset ja puuttua niihin.

Paras toteutus. Ehdotetussa 19 artiklassa säädetään parasta toteutusta koskevista välittäjien ja välittäjä-kaupitsijoiden velvoitteista. Säännöksen ensimmäisessä osassa kaikille asiakkaiden lukuun toimiville sijoituspalveluyrityksille asetetaan velvoite toteuttaa toimeksiannot asiakkaiden kannalta

mahdollisimman edullisin ehdoin. Tähän liittyy myös direktiivin mukaisen toimivaltaisen viranomaisen valvontavelvollisuus. Viranomaisella ei ole kuitenkaan velvollisuutta todentaa, että sijoituspalveluyritys saa parhaan mahdollisen hinnan kaikille asiakkaidensa puolesta toteuttamilleen toimeksiannoille. Sen on todennettava, että sijoituspalveluyrityksen toteuttamat menettelyt antavat asiakkaiden toimeksiannoille mahdollisimman suurella todennäköisyydellä parhaat toteutusehdot, kun otetaan huomioon parhaat saatavissa olevat ehdot markkinat muodostavilla kauppohen toteutuspaikoilla. Säännöksessä asetetaan myös ne ehdot, jotka täyttävän yrityksen voidaan katsoa pyrkineen riittävällä tavalla saamaan asiakkaidensa toimeksiannoille parhaat mahdolliset toteutusehdot. Yrityksen on erityisesti varmistettava, että sillä on pääsy riittävän monille kauppapaikoille, jotka tarjoavat jatkuvasti parhaat toteutusehdot.

Kolmas osa säännöstä on sijoituspalveluyrityksen velvoite tarkistaa säännöllisesti soveltamiaan menettelyjä, jotta asiakkaiden toimeksiannot voidaan toteuttaa parhaalla mahdollisella tavalla. Yrityksen on säännöllisesti arvioitava ja ajanmukaistettava asiakkaiden toimeksiantojen toteuttamisessa soveltamiaan järjestelyjä sen varmistamiseksi, että niiden avulla saavutetaan asiakkaiden kannalta paras mahdollinen lopputulos. Artiklan mukaan komiteamenettelyä soveltaen hyväksytään yksityiskohtaiset toimenpiteet, joilla varmistetaan tapa, jolla tämän uuden testin keskeisiä osia tulkitaan ja pannaan täytäntöön.

Asiakastoimeksiantojen käsittelyä koskevat säännöt. Ehdotetussa 20 artiklassa edellytetään, että sijoituspalveluyritykset ottavat käyttöön menettelyjä, joiden avulla asiakkaiden toimeksiannot voidaan toteuttaa tasapuolisesti ja nopeasti. Tasapuolisuus ja nopeus eivät tarkoita ainoastaan yksittäisen asiakkaan toimeksiantoon toteutuksen laatua suhteessa laajempien markkinoiden olosuhteisiin (paras toteutus), vaan toimintaa arvioidaan suhteessa muiden asiakkaiden toimeksiantojen toteutukseen ja sijoituspalveluyrityksen omaan lukuunsa

toteuttamiin transaktioihin.

Säännöksen mukaan sijoittajan on oltava täysin tietoinen kaikista niistä kanavista, joiden kautta hänen toimeksiantonsa voidaan toteuttaa. Sijoittajan pitäisi pystyä etukäteen annettujen tietojen avulla tekemään perusteltu arvio tarjolla oleviin kanaviin liittyvistä riskeistä ja eduista. Ehdotuksen mukaan, silloin kun sijoittaja ei ota asiaan kantaa, toimeksiannot toteutetaan sellaisten kanavien, kuten säänneltyjen markkinoiden tai monenkeskisten kaupankäyntijärjestelmien, kautta, jotka eivät estä sijoittajan etujen turvaamista. Tämän vuoksi asiakkaan pitäisi antaa etukäteen suostumus toimeksiantojen toteuttamiseen muualla kuin säänneltyillä markkinoilla tai monenkeskisissä kaupankäyntijärjestelmissä. Sijoituspalveluyrityksen on päätettävä, hankitaanko asiakkaalta yleinen suostumus esimerkiksi asiakassuhteen alussa vai yksittäisistä kaupoista erikseen.

Asiakkaan asettaessa rahaintatoimeksiantojen yhteydessä ehtoja, jotka estävät toimeksiantoon ripeän toteuttamisen, sijoituspalveluyrityksen on pyrittävä edistämään toimeksiantoon ripeää toteutusta. Tämä voi tapahtua reitittämällä se säänneltyille markkinoille tai monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään tai antamalla toimeksiantoon ehdot muulla tavoin tiedoksi markkinoille, jotta muut markkinaosapuolet voivat toteuttaa kaupan asiakkaan antamalla ehdoilla.

Kaupankäynti hyväksyttävien vastapuolten kanssa. Rahoituslaitosten ja erikoistuneiden kaupankäyntiyhteisöjen (esimerkiksi hyödykekauppiaat) väliset niin sanotut OTC-kaupat toteutetaan yleensä kahden päämiehen välillä. Näihin transaktioihin ei sovelleta liiketoimintaa tai liiketoimintayksiköitä koskevia suojalausekkeita. Voimassa olevassa direktiivissä ei kuitenkaan selvennetä, mitkä ovat kaupan osapuolien velvoitteet silloin, kun kyse ei ole asiakkaalle tarjottavista palvelusta. Tämän vuoksi ehdotetaan, että sijoituspalveludirektiiviin sisällytetään säännökset vastapuolten välisistä kaupankäyntisuhteista.

Ehdotuksen 22 artiklassa todetaan, että asiakkaiden kanssa toteutettavissa

liiketoimissa sovellettaviin liiketoiminnan menettelytapasääntöihin sisältyvät velvoitteet eivät ole voimassa sijoituspalveluyrityksen ja hyväksyttävän vastapuolen välisissä liiketoimissa. Tämä tarjoaa turvasataman sijoituspalveluyrityksille, jotka voivat käydä kauppaa hyväksyttävien vastapuolten kanssa ilman, että niiden on noudatettava asiamiehen velvoitteita. Hyväksyttävillä vastapuolilla tarkoitetaan ehdotuksessa toimiluvan saaneita luottolaitoksia, sijoituspalveluyrityksiä ja vakuutusyhtiöitä sekä jäsenvaltioiden määrittelemiä muita paikallisia yhteisöjä.

Yhteisön kuulumisen hyväksyttävien vastapuolten luokkaan ei rajoita sen oikeutta pyytää sijoituspalveluyrityksiä kohtelemaan sitä asiakkaana, jolle kuuluu liiketoiminnan menettelytapasääntöjen mukainen suoja.

2.2.3 Direktiivin soveltamisala

Direktiivin soveltamisalaa ehdotetaan laajennettavaksi nykyisestä kattamaan sijoittajia tai kaupankäyntiä koskevat toimet, jotka liittyvät rahoitukseen, joita tarjotaan laajasti sijoittajille, asiakkaille tai rahoitusmarkkinaosapuolille ja/tai jotka aiheuttavat sijoittajia tai markkinoita koskevia riskejä, joihin olisi hyödyllistä soveltaa sijoituspalveludirektiiviä. Huomattavimmat muutokset liittyvät jo edellä käsiteltyyn monenkeskisten kaupankäyntijärjestelyjen sääntelyyn ja siihen, että soveltamisalaa on sisällytetty sijoitusneuvonta, rahoitusanalyysi ja hyödykejohtannaiset.

Sijoitusneuvonta. Sijoitusneuvonta ehdotetaan tunnustettavan itsenäiseksi ja yhä merkittävämmäksi rahoitustoiminnan alaksi. Sijoitusneuvoja koskisivat jatkossa sijoituspalveludirektiivin mukaiset toimilupaa ja jatkuvia velvoitteita koskevat vaatimukset mukaan lukien menettelytapasäännöt. Yksinomaan sijoitusneuvontaa tarjoavat yritykset voivat harjoittaa liiketoimintaa rajat ylittävällä tasolla/toisesta jäsenvaltiosta käsin tarjoamalla palveluja koko EU:n alueella pelkästään kotijäsenvaltionsa viranomaisten valvonnassa.

Ehdotuksella pyritään kuitenkin siihen, että

säädöksen soveltamisalaan kuulumisen ei aiheuta kohtuuttomia tai kalliita sääntelyvaatimuksia sijoitusneuvojille. Tästä syystä ehdotuksessa vahvistetaan mukautetut omien varojen riittävyyttä koskevat säännöt yritysten osalta, jotka tarjoavat vain sijoitusneuvontapalveluja.

Rahoitusanalyysi. Rahoitusanalyysiin, sijoitustutkimukseen tai muihin lähteisiin perustuvien yleisten sijoitussuosittelusten antamisen asiakkaille tai yleisölle on tapahduttava korkeita ammatillisia ja eettisiä standardeja noudattaen, jotta voidaan välttää kielteiset vaikutukset tietojen vastaanottajien etuihin. Rahoitusanalyysin ja sijoitustutkimuksen sisällyttäminen liittämispalveluihin estää sen, että erikoistunut ja riippumaton tutkimus tulisi direktiivin soveltamisalaan. Se keskittää sääntelyn yksiköihin, jotka yhdistävät tutkimus- ja analyysitoiminnan muiden sijoituspalvelutoimintojen kanssa tavalla, joka voi johtaa eturistiriitoihin.

Hyödykejohtannaiset.

Hyödykejohtannaiset ehdotetaan liitettäväksi uuden direktiivin soveltamisalaan, jotta näiden instrumenttien järjestäytynyt kauppa ja välittäminen saataisiin sijoituspalveludirektiivin soveltamisalaan. Hyödykejohtannaisten jättäminen nykyisen sijoituspalveludirektiivin mukaisen rahoitusvälineiden määritelmän ulkopuolelle on johtanut seuraaviin ongelmiin:

- sijoituspalveluyritykset eivät ole voineet hyödyntää sijoituspalveludirektiivin mukaista toimilupaa hyödykejohtannaisia koskevien sijoituspalvelujen rajat ylittävässä tarjoamisessa, vaikka omien varojen riittävyyttä koskeva direktiivi edellyttää niitä pitämään varoja kattamaan hyödykejohtannaisiin liittyvät kaupankäyntisalkun riskit,
- erikoistuneet hyödykekauppiat eivät kuulu sijoituspalveludirektiivin oikeuksien tai velvollisuuksien piiriin, ja
- pörssit ja muut kaupankäyntijärjestelmät, jotka tarjoavat muun muassa järjestäytynyttä hyödykejohtannaisten kauppaa, eivät ole voineet kaikissa jäsenvaltioissa hyödyntää sijoituspalveludirektiivin säännöksiä etäjäsenten hyväksymisestä tai markkinatietojärjestelmien tarjoamisesta.

Ehdotuksessa otetaan kuitenkin huomioon se, että hyödykemarkkinoilla on runsaasti kokeneita kauppiaita, jotka toimivat niillä suojautumistarkoituksessa tai kaupallisista syistä tai jotka toimivat yksinomaan emo- tai tytäryritysten lukuun. Nämä kauppiaat eivät pidä itseään markkinatakaajina/kaupitsijoina eikä niiltä vaadita sijoituspalveludirektiivin mukaista toimilupaa, kun ne toimivat omaan lukuunsa (2 artiklan 2 ja 8 kohta). Poikkeusta ehdotetaan kuitenkin tarkistettavaksi kahden vuoden kuluttua direktiivin voimaantulosta.

2.2.4 Muita ehdotuksen pääkohtia

Selvitysjärjestelmät. Direktiiviehdotuksessa keskitytään selvitystoiminnan osalta selventämään sijoituspalveluyrityksen ja säänneltyjen markkinoiden oikeuksia, jotka liittyvät toiseen jäsenvaltioon sijoittautuneiden selvitysyhteisöjen käyttämiseen ja valintaan (32 artikla).

Toimivaltaiset viranomaiset ja valvontayhteistyö. Ehdotuksessa muutetaan toimivaltaisia viranomaisia ja valvontayhteistyötä koskevia nykyisiä säännöksiä. Muutokset koostuvat seuraavista peruslähdekohdista:

- selvennetään direktiivin säännösten täytäntöönpanovastuun jakoa (45 artikla) vaikuttamatta kuitenkaan jäsenvaltioiden valvontarakenteisiin. Ehdotuksessa kuitenkin edellytetään, että jäsenvaltiot nimeävät selkeästi toimivaltaisen viranomaisen, joka vastaa yksittäisten säännösten täytäntöönpanosta, jotta tieto voidaan välittää muille jäsenvaltioille. Säännöksessä vahvistetaan myös edellytykset (46 artiklan 2 kohta), joiden nojalla toimivaltaiset viranomaiset voivat siirtää tehtäviä muille yksiköille, myös itsesääntelyelimille, se on toteutettava;

- johdonmukaistetaan toimivaltaisten viranomaisten käytössä olevat valtuudet, jotta täytäntöönpano olisi yhtä tehokasta kaikkialla yhdentyneillä rahoitusmarkkinoilla. Luettelo valtuuksista (46 artikla) ja hallinnollisia seuraamuksia koskeva säännös (47 artikla) perustuvat vastaaviin säännöksiin, joita on ehdotuksessa esitedirektiiviksi ja ehdotuksessa markkinoiden väärinkäyttöä koskevaksi

direktiiviksi.

- kehitetään toimivaltaisten kansallisten viranomaisten välistä tietojenvaihtoa koskevia nykyisiä säännöksiä ja lisätään viranomaisten keskinäisiä avustamis- ja yhteistyövelvoitteita (51-55 artikla).

Komiteamenettely. Komissio on päätöksellään 6 päivänä kesäkuuta 2001 (2001/528/EY) perustanut jäsenvaltioiden korkean tason edustajista muodostuvan Euroopan arvopaperikomitean avustamaan komissiota. Komiteaan sovelletaan menettelystä komissiolle siirrettyä täytäntöönpanovaltaa käytettäessä annetussa neuvoston päätöksessä (1999/468/EY) säädettyä sääntelymenettelyä. Komitea on tarpeen sijoituspalveludirektiivin säännösten johdonmukaisen soveltamisen ja rahoitusalan yhtenäismarkkinoiden sujuvan toiminnan kehittämisen kannalta.

Direktiiviehdotuksen mukaan Euroopan arvopaperikomitea avustaisi komissiota direktiivin teknisten yksityiskohtien täytäntöönpanossa. Ehdotuksessa on yhteensä 67 artiklaa ja näistä 20:ssä säädetään eriasteisesta komiteamenettelyyn käytöstä.

Euroopan arvopaperikomitean täytäntöönpanotehtävää vastaava menettely on käytössä pankki- ja vakuutuslalla, jossa sitä on käytetty hyvin harvoin ja tällöinkin teknisluonteisissa muutoksissa. Lisäksi menettely on osa rahoituspalvelujen toimintasuunnitelman mukaisesti jo annettuja ehdotuksia uudeksi esitedirektiiviksi ja direktiiviksi markkinoiden väärinkäytöstä. Komiteavalmistelussa hyväksyttävät EU-sääntelyyn tehtävät muutokset ovat rahoitusmarkkinoilla perusteltuja siksi, että sääntely on joskus hyvin yksityiskohtaista.

2.3. Oikeusperusta

Direktiiviehdotus on tärkeä sisämarkkinoiden toiminnan kannalta. Sen oikeusperusta on Euroopan yhteisöjen perustamissopimuksen 47 artiklan 2 kohta, jolloin noudatetaan perustamissopimuksen 251 artiklan mukaista yhteispäätösmenettelyä.

2.4. Suhde voimassa oleviin direktiiveihin

Direktiivillä kumottaisiin voimassa oleva neuvoston direktiivi 93/22/ETY sijoituspalveluista arvopaperimarkkinoilla (sijoituspalveludirektiivi) ja muutettaisiin direktiivejä 85/611/ETY, 93/6/ETY ja 2000/12/EY.

3. Vaikutukset Suomen lainsäädäntöön ja talouteen

Vaikutukset Suomen lainsäädäntöön. Direktiiviehdotuksessa käsitellyistä asioista säädetään keskeisiltä osin arvopaperimarkkinalailla (495/1989), kaupankäynnistä vakioituilla optioilla termiineillä annetulla lailla (772/1988), sijoituspalveluyrityksistä annetulla lailla (579/1996) ja ulkomaisen sijoituspalveluyrityksen oikeudesta tarjota sijoituspalvelua Suomessa annetulla lailla (580/1996) sekä laeissa annettujen valtuuksien mukaisesti annetuilla valtiovarainministeriön asetuksilla ja Rahoitustarkastuksen määräyksillä. Alustavasti arvioiden direktiivi aiheuttaisi tarpeen muuttaa lukuisia lakien säännöksiä. Pääosa muutoksista olisi kuitenkin tarkennuksia jo voimassa olevaan sääntelyyn. Suurimmat direktiivin aiheuttamat lainsäädäntömuutokset arvopaperimarkkinalaissa voivat koskea siinä omaksuttua kaupankäyntimenettelyjen jakoa. Direktiivi ei enää erottele arvopaperipörssiä muista säännellyistä markkinoista. Tämä voi aiheuttaa tarpeen arvioida, onko arvopaperimarkkinallain mukainen julkisen kaupankäynnin jaottelu arvopaperipörssiin ja muuhun julkiseen kaupankäyntiin enää perusteltua. Lisäksi pörssilistaa, muuta julkista kaupankäyntiä ja niin sanottua muuta kaupankäyntimenettelyä koskevassa sääntelyssä on direktiivin mukaisia säänneltyjä markkinoita koskevia piirteitä. Myös lain 2 luvussa tarkoitettu arvopaperin liikkeeseenlaskijan säännöllinen ja jatkuva tiedonantovelvollisuus voi tulla uudelleenarvioitavaksi etenkin rajat ylittävissä rinnakkaislistauksissa. Kaupankäyntimenettelyjen mahdollinen uudelleenjaottelu voi aiheuttaa lainsäädäntötekniistä muutostarvetta myös verolainsäädännössä.

Direktiivi aiheuttaisi tarpeen muuttaa

sijoituspalveluyrityksistä annetussa laissa tarkoitettujen sijoituspalvelujen ja oheispalvelujen jaottelua. Laissa ei ole myöskään säännöksiä pelkästään sijoitusneuvontaa harjoittavien sijoituspalveluyritysten pääomavaatimuksista. Direktiivi ja muu direktiivikehitys aiheuttaisivat tarpeen muuttaa myös ulkomaisen sijoituspalveluyrityksen oikeudesta tarjota sijoituspalvelua Suomessa annettua lakia.

Vaikutukset talouteen. Uudistuksilla tulee olemaan vaikutuksia rahoitusmarkkinoiden infrastruktuuriin, pörssiin, sijoituspalveluyrityksiin, yritysten pääomanhankintaan, yksityissijoittajien asemaan ja kansalliseen viranomaisyöskentelyyn. Mahdollisuudet harjoittaa jäsenvaltioiden rajat ylittävää toimintaa EU:n sisämarkkinoilla paranevat, mikä osaltaan lisää kilpailua eri markkinapaikkojen ja palveluntarjoajien välillä. Uudistukset ovat omiaan vauhdittamaan yhtenäisten rahoitusmarkkinoiden muodostumista EU:hun. Uudistukset avaisivat suomalaisille sijoituspalveluyrityksille entistä paremmat mahdollisuudet tarjota palveluita muihin EU-maihin, mutta samalla myös toimijoiden kohtaama kilpailutilanne voi kiristyä.

Useiden tutkimusten mukaan yleisellä rahoitusmarkkinoiden integraatiokehityksellä on kokonaisuuden kannalta positiivisia vaikutuksia muun muassa alentamalla kaupankäyntikustannuksia ja lisäämällä arvopaperien kysyntää. Kustannusten aleneminen parantaa myös mahdollisuuksia hajauttaa sijoituksia. Sijoitusinstrumentin likviditeetin kasvu pienentää markkinoilla instrumentin osto- ja myyntitarjousten välistä eroa. Likvideille markkinoille voidaan tehdä suuria toimeksiantoja ilman, että se vaikuttaa huomattavasti markkinahintaan. Sen sijaan epälikvideillä markkinoilla suuri kauppaerä vaikuttaa hintaan merkittävästi aiheuttaen kaupantekijälle niin sanotun likviditeetikustannuksen. Sijoittajat vaativat näin ollen tällaisista sijoituksista likviditeettipreemion. Likviditeetin lisääntyminen alentaa yritysten päämakustannuksia, koska tällöin

instrumentille vaaditaan aikaisempaa alempi likviditeettipremio.

Uudistukset lisäävät eri markkinapaikkojen välistä kilpailua, jolloin markkinapaikat kilpailisivat entistä tiukemmin siitä, missä eri instrumenteilla käytävä kaupankäynti tapahtuu. Tämä voi alentaa markkinapaikkojen liikkeeseenlaskijoilta ja välittäjiltä perimiä kustannuksia.

Ehdotuksessa esitetään lisättäväksi eri markkinapaikkojen avoimuusvaatimuksia. Markkinatietojen läpinäkyvyys parantaa hinnanmuodostusta ja markkinoiden tehokkuutta, mikä on omiaan lisäämään yleisön luottamusta ja sitä kautta myös likviditeettiä. Toisaalta vaatimusten toteuttaminen aiheuttaa palveluntarjoajille lisäkustannuksia. Kustannusvaikutusten suuruus riippuu suurelta osin komiteamenettelyssä päätettävistä yksityiskohdista ja siitä missä määrin palveluntarjoajat voivat hyödyntää nykyisiä järjestelmiään.

Direktiivi lisäisi jonkin verran valvontaviranomaisen tehtäviä ja toiminnan kustannuksia. Taloudellisten vaikutusten tarkka arviointi ei ole kuitenkaan mahdollista, koska vaikutukset ovat luonteeltaan välillisiä. Rahoitustarkastuksen toiminnasta johtuvat kustannukset katetaan sen valvottavien ja arvopaperien liikkeeseenlaskijoiden suorittamilla valvontamaksuilla.

4. Valtioneuvoston kanta

Valtioneuvosto pitää direktiiviehdotusta ja sen tavoitteita yleisesti ottaen kannatettavina.

Direktiiviehdotuksen sisältö vastaa suurelta osin voimassa olevan direktiivin sisältöä. Suhteessa voimassa olevaan direktiivin sen soveltamisalaa on kuitenkin laajennettu. Se sisältää myös aiempaa yksityiskohtaisempaa markkinapaikkojen toimintaa koskevaa sääntelyä. Valtioneuvosto katsoo, että direktiiviehdotuksen valmistelussa on varmistuttava siitä, ettei direktiivi johda kokonaisuuden kannalta tehottomuuteen. Tässä arvioinnissa on otettava huomioon toisaalta sijoittajansuojan parantuminen sekä palveluntarjoajille ja markkinapaikoille

aiheutuvat kustannukset. Mainittuihin kustannuksiin vaikuttavat merkittävässä määrin myöhemmin komiteamenettelyssä hyväksyttävät täytäntöönpanotoimet.

Ehdotuksessa komiteamenettelyn käyttö on laajaa. Komission ehdotusta useiden direktiivin artiklojen selventämisestä ja täsmentämisestä komiteamenettelyssä voidaan kuitenkin pitää hyväksyttävänä silloin, kun tällaiset toimet ovat tarpeen yhtenäismarkkinoiden edistämiseksi. Hyväksyttävyyteen vaikuttaa merkittävästi direktiiviehdotukseen otettu komiteamenettelyn rajoitussäännös, jonka sisältöisen säännöksen on sisällyttävä myös lopulliseen direktiivitekstiin. Sellaisiin komissiolle annettaviin sääntelyvaltuuksiin, joiden pohjana ovat riittämättömät perussäännökset, valtioneuvosto suhtautuu kuitenkin varauksellisesti. Komissiolle direktiivissä osoitettavan toimivallan osalta on lisäksi erityisesti otettava huomioon siihen Euroopan yhteisöjen perustamissopimuksesta johtuvat rajoitukset.

Direktiiviehdotuksen yksi keskeinen tavoite on edistää kilpailua rahoitusmarkkinoilla. Se sisältää useita ehdotuksia, joiden voidaan katsoa edistävän tämän tavoitteen saavuttamista. Direktiiviehdotukseen sisältyy kuitenkin myös säännöksiä, joiden voidaan katsoa estävän kilpailua. Tällaisina voidaan pitää ainakin säännöksiä sijoittajan pidempikestoisen suostumuksen toteuttua hänen toimeksiantojaan säänneltyjen markkinoiden ulkopuolella uudistamisesta ja säänneltyjen markkinoiden ulkopuolella tehtäviä osakekauppoja koskevien osto- ja myyntitoimeksiantojen julkistamisvelvoitteista. Valtioneuvosto suhtautuu kilpailua ehkäiseviin säännöksiin varauksellisesti.

Ehdotukseen sisältyy laaja joukko direktiivin tarkoittamia toimivaltaisia viranomaisia koskevia säännöksiä. Valtioneuvoston mielestä asian valmistelun yhteydessä on tärkeää ottaa huomioon se, miten ehdotukset sopivat yhteen kansallisen lainsäädäntömme, erityisesti perustuslain, kanssa.

