Rahoitusmarkkinoiden integraatio

Tutkimuksia A:107 · 2004

Heikki Koskenkylä (toim.)

Rahoitusmarkkinoiden integraatio

Tutkimuksia
A:107 · 2004

Heikki Koskenkylä (toim.)

Rahoitusmarkkinoiden integraatio

Tutkimuksia
A:107 · 2004

Toinen, tarkistettu painos.

Tässä julkaisussa esitetyt näkemykset ovat kirjoittajien
eivätkä välttämättä vastaa Suomen Pankin kantaa.

ISBN 952-462-162-2
ISSN 1238-1683
(painettu julkaisu)

ISBN 952-462-163-0
ISSN 1456-5943
(verkkojulkaisu)

Vammalan Kirjapaino Oy
Vammala 2004

Tiivistelmä

Rahoitusmarkkinoiden yhdentymisellä on keskeinen merkitys EU:n kasvu- ja kilpailustrategiassa. Tämä ns. Lissabonin strategia pyrkii nostamaan EU:n maailman kilpailukykyisimmäksi talousalueeksi. Euroopan komission selvitysten mukaan rahoitusmarkkinoiden integraation laajenemisen ja syvenemisen kasvu- ja työllisyysvaikutukset ovat huomattavan suuret. Viime kädessä ne ilmenevät siten, että kotitaloudet ja yritykset saavat rahoitusta ja muita rahoituspalveluita nykyistä halvemmalla ja että tuotteet ovat monipuolisia ja luotettavia.

Rahoitusmarkkinoiden integraatio on edennyt eri sektoreilla varsin eri tahtia. Viime kädessä integraatiota vievät eteenpäin markkinavoimat. Sitä jouduttavat tekninen kehitys ja yhteinen raha, euro. Myös viranomaisilla on keskeinen rooli integraation edistämisessä sekä siinä, että vakaus ja luottamus rahoitusmarkkinoiden toimintaan säilyvät. Tähän kuuluvat myös kuluttajansuojan edistäminen, rahoitusjärjestelmän rikollisen käytön estäminen sekä kilpailun edistäminen.

Integraatio on edennyt pisimmälle velkakirjamarkkinoilla ja erityisesti lyhyen rahan tukkumarkkinoilla. Vähittäispankkitoiminnassa kehitys on ollut selvästi hitaampaa. Kotitaloudet ja pienet sekä keskisuuret yritykset käyttävät toistaiseksi varsin vähän muista maista tarjottavia rahoituspalveluita. Rahoitusmarkkinoita tukevassa infrastruktuurissa suurten maksujen järjestelmät toimivat jo tehokkaasti ja luotettavasti maiden välillä. Pienten maksujen järjestelmissä on vielä paljon tehostamisen tarvetta ennen kuin maksut maasta toiseen kulkevat yhtä nopeasti ja edullisesti kuin kotimaiset maksut. Arvopapereiden kaupassa selvitys ja toimitus maiden rajojen yli on edelleen tehotonta ja kallista. Kaikkia näitä puutteita maiden välisten rahoituspalvelujen saatavuudessa ja kaupassa selvitellään tällä hetkellä aktiivisesti monella EU-tason foorumilla.

Euroopan komissio on ollut varsin aktiivinen rahoitusmarkkinoiden integraation edistämisessä. Myös Euroopan keskuspankki ja koko keskuspankkijärjestelmä ovat monin tavoin pyrkineet vaikuttamaan rahoitusmarkkinoiden sisämarkkinoiden syntyyn ja kehittymiseen. Yhteistyö komission ja neuvoston sekä keskuspankkijärjestelmän välillä on ollut tiivistä.

Asiasanat: rahoitusmarkkinat, integraatio, maksu- ja selvitysjärjestelmät, rakennemuutokset, sääntely ja valvonta, vakaus

Abstract

Financial integration is key to the European Union's growth and competitive strategies – part of the Lisbon Strategy – which aims at raising the EU to being the most competitive economic area in the world. A European Commission report states that the growth and employment effects of broadening and deepening integration will be considerable. The effects will be seen in household and companies' access to both financing and other financial services at rates below those of today and from a broader and more reliable array of services.

Financial integration has advanced varyingly, hastened by market forces, technological development and the euro. Authorities play a crucial role in the promotion of integration and stability, the maintenance of confidence in financial market activities, improved consumer protection, prevention of criminal misuse of the financial system, and promotion of competitiveness.

Integration is most advanced in the European debt markets and in the wholesale market for short-term debt instruments. Development in the retail banking sector has been slower. Households and small and medium-sized companies are still modest users of cross-border financial services. Infrastructures already in place in the financial markets, concerning large-value payments, operate effectively and reliably at the cross-border level. Systems handling small-value payments still must be improved in order to provide as rapid and reasonably-priced transfer of payments across international borders as now happens with domestic transfers. Cross border securities clearing and settlement continues to be inefficient and expensive. However many EU-level fora are looking to solve the perceived shortcomings in access to cross border financial services and trade.

The European Commission has actively furthered financial market integration, as too the ECB and the ESCB, both of which have made efforts to influence the development of an internal market within the financial markets, leading to close cooperation between the European Commission, the Council and the ESCB.

Keywords: financial markets, integration, clearing and settlement systems, structural change, regulation and supervision, stability

Esipuhe

Rahoitusmarkkinoiden integraatiolla on keskeinen merkitys Euroopan unionin kasvu- ja kehitysstrategiassa. Euroopan komission selvitysten mukaan rahoitusmarkkinoiden yhdentymisen suotuisat kasvu- ja työllisyysvaikutukset ovat varsin suuret. EU:n vuonna 1999 käynnistämän rahoituspalveluiden toimintasuunnitelman mukaiset hankkeet ovat nyt valmistumassa. Keskustelu integraation edistämisestä tulevaisuudessa on samalla alkanut. Integraatiolla pyritään lisäämään tehokkuutta ja siten parantamaan EU-alueen rahoitusmarkkinoiden kilpailukykyä. Tarve pitää huolta myös rahoitusmarkkinoiden vakauden säilymisestä korostuu. Sen tähden rahoitusmarkkinoiden sääntelyn ja valvonnan kehittämiseen on alettu kiinnittää lisääntyvää huomiota.

Tämän julkaisun avulla pyritään antamaan perustietoa rahoitusmarkkinoiden integraatiosta laajalle lukijakunnalle. Tavoitteena on myös edistää keskustelua aihepiiristä.

Julkaisun laatimisesta ovat vastanneet Suomen Pankin rahoitusmarkkinaosaston esimiehet ja asiantuntijat. Osastopäällikkö Heikki Koskenkylä on ollut päävastuussa julkaisun toimittamisesta. Julkaisuraatiin ovat kuuluneet Tuomas Takalo, Marianne Palva ja Tuomas Välimäki. Vakuutussektorin osuutta on kommentoinut Timo Laakso Vakuutusvalvontavirastosta. Suomen kielen asun ovat tarkastaneet Kaisa Paasovaara ja Raija Moilanen. Teknisestä valmistelusta ovat vastanneet Nina Björklund, Senja Kirjonen, Teresa Magi, Päivi Nietosvaara, Kati Salminen, Petri Uusitalo ja Janne Villanen. Julkaisu on kirjoitettu kevään ja alkukesän 2004 aikana.

Helsingissä elokuussa 2004
Matti Louekoski

Sisällys

Luku 1
Heikki Koskenkylä
Johdanto 9

Luku 2
Esa Jokivuolle – Kari Korhonen
Rahoitusmarkkinoiden integraation yleispiirteet 13

Luku 3
Pertti Pylkkönen
Arvopaperimarkkinoiden yhdentyminen 39

Luku 4
Jukka Vauhkonen – Pertti Pylkkönen
Euroopan pankki- ja vakuutustoiminnan yhdentyminen 71

Luku 5
Kirsi Ripatti
Pörssitoiminnan ja selvitysjärjestelmien yhdentyminen 115

Luku 6
Heli Snellman
Maksujärjestelmien yhdentyminen 143

Luku 7
Heikki Koskenkylä – Jenni Koskinen
Vakaus sekä sääntely ja valvonta 169

Liitteet 1–3 217

Luku 1

Johdanto

Heikki Koskenkylä

1 Johdanto 10

1 Johdanto

Rahoitusmarkkinoiden yhdentymisellä ja laaja-alaisella sekä syvällisellä Euroopan laajuisten sisämarkkinoiden luomisella on keskeinen merkitys rahoitussektorille koko EU:n kasvu- ja kilpailustrategiassa. Tämä ns. Lissabonin strategia tähtää EU:n nostamiseen maailman kilpailukykyisimmäksi talousalueeksi. Komission selvitysten mukaan rahoitusmarkkinoiden integraation laajenemisen ja syvenemisen kasvu- ja työllisyysvaikutukset ovat huomattavan suuret. Viime kädessä ne ilmenevät siten, että kotitaloudet ja yritykset saavat rahoitusta ja erilaisia rahoituspalveluita selvästi nykyistä halvemmalla ja että tuotteet ovat monipuolisia, moderneja ja luotettavia.

Rahoitusmarkkinoiden integraatio on edennyt eri sektoreilla varsin eri tahtia, mutta edistystä on kuitenkin ollut. Pääasiassa integraatiota vievät eteenpäin markkinavoimat. Sitä jouduttavat tekninen kehitys ja yhteinen raha, euro. Myös viranomaisilla on keskeinen rooli integraation edistämisessä ja siinä, että vakaus sekä luottamus rahoitusmarkkinoiden toimintaan säilyy. Integraation etenemiseen kuuluu myös kehittää kuluttajansuojaa, estää rahoitusjärjestelmän käyttö rikollisiin tarkoituksiin sekä edistää kilpailua. Kun rahoitusmarkkinoiden sisämarkkinat ovat laajentuneet, myös yritysten koko on kasvanut huomattavasti ja se kasvaa edelleen. Tästä syystä kilpailunäkökohtien merkitys korostunee aiempaa enemmän tulevaisuudessa.

Integraatio on edennyt pisimmälle velkakirjamarkkinoilla ja erityisesti lyhyen rahan tukkumarkkinoilla. Myös pääomamarkkinoilla integraatio on edennyt. Kehitys on ollut selvästi hitaampaa vähittäispankkitoiminnassa. Kotitaloudet ja pienet sekä keskisuuret yritykset käyttävät toistaiseksi varsin vähän maiden välisiä rahoituspalveluita. Tilanne on samankaltainen vakuutussektorilla. Rahoitusmarkkinoita tukevassa infrastruktuurissa suurten maksujen järjestelmät toimivat jo tehokkaasti ja luotettavasti maiden välillä. Pienten maksujen järjestelmissä on vielä paljon tehostamisen tarvetta, jotta maiden väliset maksut kulkisivat yhtä nopeasti ja edullisesti kuin kotimaiset maksut. Arvopapereiden kaupassa selvitys ja toimitus maasta toiseen on edelleen tehotonta ja kallista. Kaikkia edellä mainittuja puutteita maiden välisessä rahoituspalvelujen saatavuudessa ja kaupassa selvitellään tällä hetkellä aktiivisesti monella EU-tason foorumilla, kuten tässä teoksessa on selostettu.

Euroopan komissio on ollut varsin aktiivinen ja aloitteellinen rahoitusmarkkinoiden integraation edistämisessä. Myös Euroopan keskuspankki ja koko keskuspankkijärjestelmä ovat monilla tavoin tukeneet ja pyrkineet vaikuttamaan rahoitusmarkkinoiden sisämarkkinoi-

den syntyyn ja kehittymiseen. Yhteistyö komission ja neuvoston sekä keskuspankkijärjestelmän välillä on ollut tiivistä ja tuloksellista.

Komission keskeisimmät aloitteet viime vuosina ovat olleet rahoitusmarkkinoiden toimintasuunnitelman läpivienti sekä ns. Lamfalussy-prosessin aloittaminen lainsäädännön valmistelun tehostamiseksi ja joustavoittamiseksi. Euroopan parlamentti ja EU:n neuvosto ovat viime kädessä hyväksyneet nämä hankkeet ja tukeneet niiden toteuttamista. Varsinkin lainsäädäntöhankkeiden läpiviemisessä parlamentilla ja neuvostolla on ollut keskeinen rooli ja paljon työtä viime vuosina.

Viime aikoina on nostettu esille kaksi keskeistä kysymystä rahoitusmarkkinoiden integraation jatkokehityksen suhteen. Onko ensinnäkin pääosin kansallisiin vastuisiin perustuva valvonta riittävä turvaamaan vakauden ja luotettavuuden sekä tehokkaan kriisienhallinnan, kun integraatio ja rakennemuutokset etenevät kiihtyvällä vauhdilla. Toiseksi, missä määrin EU:n sääntelyprosessi sinänsä ja kansallisten valvontakäytäntöjen huomattavan suuret erot ovat esteenä rahoitusmarkkinoiden integraation syvenemiselle ja laajentumiselle.

Ensimmäisen kysymyksen osalta monet pitävät ristiriitaisena ja ongelmallisena rahapolitiikan ja rahoitusmarkkinoiden valvonnan täysin erilaisia järjestelyjä. Euroalueella rahapolitiikka on täysin yhteistä, ja eurojärjestelmä vastaa sen harjoittamisesta. Näkökulmana on koko euroalue, eivätkä yksittäiset maat. Rahapolitiikan tavoitteena on hintavakauden turvaaminen koko euroalueella. Rahoitusmarkkinoiden valvonnassa on sitä vastoin täysin kansallinen vastuu kuten myöskin kriisienhallinnassa. Vakauden ja rahoituslaitosten vakavaraisuuden edistäminen on näin myös kansallisten viranomaisten vastuulla. Tällä hetkellä ei ole näköpiirissä, että tähän perusasetelmaan olisi tulossa muutosta lähivuosina. Aiheesta käyvät kuitenkin koko ajan keskustelua sekä viranomaiset että erityisesti markkinaosapuolet ja akateemiset tahot.

EU:n vastaus rakenteelliseen eroon rahapolitiikan ja valvonnan välillä on ollut kehittää valvojien välistä yhteistyötä ja koordinointia sekä monenkeskistä kriisienhallintaa. Yhteistyötä on kehitetty myös keskuspankkien ja valvontaviranomaisten sekä toisaalta kaikkien viranomaisten kesken. Yhteistyön välineinä on käytetty monikansallisia komiteoita ja työryhmiä sekä yhteistyösopimusten ja valvontapöytäkirjojen laadintaa. Koska maiden välinen rahoituspalvelujen käyttö kasvaa nopeasti samoin kuin kasvavat eri maiden yhdistävät infrastruktuurijärjestelmät ja koska monikansallisia suuria rahoitusryhmittymiä perustetaan, EU:n hajanaisella valvontajärjestelmällä on suuret paineet ja kovat haasteet tehokkaaseen toimintaan ja edelleenkehittämiseen. Tämä johtuu paljolti myös siitä, että integraation edetessä sys-

teemiriskien leviämismahdollisuus maasta toiseen on todennäköisesti kasvanut.

Toiseen keskeiseen kysymykseen on vastausta haettu Lamfalussy-prosessin ja uusien valvojien komiteoiden avulla. Lamfalussy-prosessilla pyritään tehostamaan lainsäädännön valmistelua sekä yleensä yhdenmukaistamaan sääntelyä. Uudet valvonnan komiteat (CEBS, CESR ja CEIOPS) osallistuvat sääntelyn valmisteluun ja pyrkivät edistämään sen tehokasta toimeenpanoa kansallisella tasolla. Valvontakomiteoiden erittäin keskeinen tehtävä on edistää valvojien yhteistyötä sekä valvontamenetelmien yhdenmukaistamista. Myös kriisienhallinnan edistäminen kuuluu tehtäviin. Valvontamenetelmät ovat varsin erilaisia eri maissa. Suuret valvontaerot ovat jo nyt este integraation etenemiselle. Menetelmien yhtenäistämiseen kohdistuu kova paine rahoituslaitosten ja komission taholta. Jos tässä työssä ei onnistuta melko nopealla aikataululla, joudutaan EU:n valvonta-organisaation rakennetta arvioimaan uudelleen.

Sekä sääntelyä että valvontaa koskeva EU:n politiikka on sovitettava rahoitusmarkkinoiden osalta entistä enemmän yhteen EU:n laajenemisen sekä globaalin kehityksen kanssa. Tavoitteena on myös tukea EU-alueen rahoitusyritysten kilpailukykyä omilla ja globaaleilla markkinoilla. Varsinkin suuret EU-maat ovat edustettuina rahoitusmarkkinoiden kaikilla globaaleilla foorumeilla, mutta myös komissiolla ja Euroopan keskuspankilla on useilla foorumeilla ainakin tarkkailijan rooli. Varsinkin Yhdysvaltain ja Sveitsin kanssa EU on aloittanut aktiiviset keskustelut sääntelyn ja valvonnan yhteisistä kysymyksistä. Lähivuosina globaalin yhteistyön tarve syvenee ja laajenee, kun rahoitusmarkkinoiden kansainvälistyminen etenee varsin nopeaa tahtia.

Tässä teoksessa pyritään antamaan kokonaiskuva EU:n rahoitusmarkkinoiden yhdentymisestä sekä sen lähivuosien haasteista. Luvussa 2 tarkastellaan rahoitusmarkkinoiden integraation lähtökohtia, historiaa ja arvioituja hyötyjä. Luvuissa 3–6 tarkastellaan integraation kehitystä rahoitusmarkkinoiden eri sektoreilla sekä sääntelyn kehitystä kullakin sektorilla. Luvussa 3 tarkastelun kohteena ovat arvopaperimarkkinat, luvussa 4 pankki- ja vakuutussektori, luvussa 5 pörssitoiminta ja arvopapereiden selvitys ja luvussa 6 maksujärjestelmät. Luvussa 7 tarkastellaan rahoitusjärjestelmän vakautta sekä sääntelyn ja valvonnan kysymyksiä.

Luku 2

Rahoitusmarkkinoiden integraation yleispiirteet

Esa Jokivuolle – Kari Korhonen

2 Rahoitusmarkkinoiden integraation yleispiirteet 14
2.1 Johdanto 14
2.2 Rahoitusmarkkinoiden integraatio EU:ssa 15
2.2.1 Integraation yleiset tavoitteet..... 15
2.2.2 Integraation taustaa ja historiaa 18
2.2.3 Rahoitusintegraation edistyminen EU:ssa..... 21
2.3 Rahoitusmarkkinoiden integraation tutkimus..... 27
2.4 Integraation haasteet 31

Lähdeluettelo 35

2 Rahoitusmarkkinoiden integraation yleispiirteet

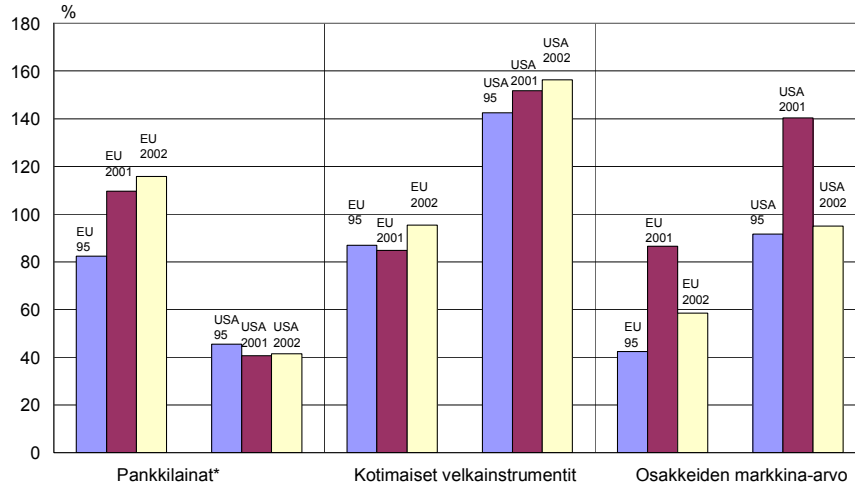
2.1 Johdanto

Rahoitusmarkkinat ovat kansainvälistyneet kiihtyvää vauhtia 1970-luvulta alkaen. Tähän ovat vaikuttaneet erityisesti tekninen kehitys sekä taloudellisen liberalismin vahvistuminen. Kansainvälisen kaupan ja pääomanliikkeiden vapauttaminen on nähty tärkeäksi välineeksi, kun taloudellista tehokkuutta ja kasvua pyritään lisäämään.

Euroopan unionin rahoitusmarkkinoiden yhdentyminen on nähtävä rahoitusmarkkinoiden globaalistumisen taustaa vasten. Yhä useammat rahoitusjärjestelmän puitteiden kehittämistä, sääntelyä ja valvontaa koskevat kysymykset edellyttävät globaaleja ratkaisuja. EU vaikuttaa aktiivisesti kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden kehittämiseen, mutta joutuu myös sopeutumaan ja soveltamaan omaan lainsäädäntöönsä kansainvälisiä hankkeita.

Maailman keskeisten talousalueiden välillä on edelleen huomattavia eroja rahoitussektorin rakenteessa. Tämä osoittaa, että rahoitusmarkkinoiden kansainvälistyminen ja yhdentyminen ovat vielä kesken. EU:n sisällä kehityksessä on huomattavia eroja, ja kokonaisuutena alueen rahoitusmarkkinat eroavat merkittävästi Yhdysvaltojen vastaavista markkinoista, joita pidetään maailman kehittyneimpinä (kuvio). Tutkimustulokset puhuvat sen puolesta, että vahvistamalla rahoitusmarkkinoiden ja -palveluiden yhdentymistä, EU:lla on mahdollisuus saavuttaa vielä huomattavia etuja. Toimivat rahoituspalvelut sekä tehokas pääoman saatavuus ja kohdentuminen ovat keskeisiä edellytyksiä unionin nykyistä ripeämmälle talouskasvulle ja Lissabonin huippukokouksen tavoitteiden saavuttamiselle. Strategiansa mukaan EU:n tavoitteena onkin tällä vuosikymmenellä olla ”maailman kilpailukykyisin ja dynaamisin tietoon perustuva talous, joka kykenee ylläpitämään kestävää talouskasvua, luomaan uusia ja parempia työpaikkoja ja lisäämään sosiaalista yhteenkuuluvuutta …”.

Kuvio **Pääomarahoitusmuotojen suhteelliset osuudet 15 EU-maassa ja Yhdysvalloissa (BKT:stä)**



* EU:n vuoden 2002 pankkilainoista puuttuvat Iso-Britannian tiedot.
Lähteet: EKP, BIS ja OECD.

2.2 Rahoitusmarkkinoiden integraatio EU:ssa

2.2.1 Integraation yleiset tavoitteet

Euroopan unionin keskeinen tavoite on luoda yhtenäinen talousalue, jossa tavaroiden ja palveluiden kauppa sekä työvoiman ja pääomien liikkuminen yli jäsenvaltioiden rajojen on mahdollisimman kitkatonta. Yhtenäinen talousalue tarjoaa tuotteille laajat markkinat, minkä ansiosta keskimääräiset tuotantokustannukset voivat supistua suurtuotannon etujen myötä. Kilpailun lisääntyessä tuotteiden hinnat alentuvat kuluttajien hyödyksi. Kilpailun lisääntyminen pakottaa kehittämään entistä tehokkaampia tuotantomenetelmiä ja -prosesseja, mikä edistää tuottavuuden kohenemista. Lisääntynyt kilpailu johtaa myös entistä monipuolisempaan tuotevalikoimaan ja parantaa tuotteiden keskimääräistä laatua. Toisaalta unionin piirissä voidaan sopia yhteisistä pelisäännöistä ja tuotteiden minimistandardeista, ja tällöin kilpailuedellytykset yhtenäistyvät ja kuluttajansuojalle luodaan yhteinen pohja.

Työvoiman liikkuvuuden esteiden madaltaminen laajentaa ihmisten valintamahdollisuuksia työmarkkinoilla ja edistää työvoiman tehokasta käyttöä. Työvoiman liikkuvuus helpottaa myös talouksien so-

peutumista alueellisiin, tuotannon määrässä ja rakenteessa näkyviin sokkeihin. Yhdentyvä talousalue voi toisaalta johtaa taloudellisten resurssien ja taloudellisen aktiivisuuden epätasaiseen jakautumiseen jäsenmaiden välillä. Tällöin integraation kautta saavutettujen kokonaishyötyjen riittävän tasainen jakautuminen muodostuu haasteeksi etenkin, jos työvoiman liikkuvuus esimerkiksi kielellisistä ja kulttuurisista syistä ei täysin toteudu.

Rahoitusmarkkinoiden ja rahoituspalvelujen integraatio on olennainen osa yhteismarkkinoiden muodostumista. Se tukee integraation muiden osa-alueiden kehitystä, koska monipuoliset ja laadukkaat rahoituspalvelut ja riittävän vähäiset pääomakustannukset ovat kaikkien toimialojen keskeinen toimintaedellytys. Rahoituksen ja siihen liittyvien palveluiden kehittyminen, monipuolistuminen ja halventuminen yhteismarkkinoiden myötä ovat myös tavoitteita sinänsä. Viime kädessä laajat ja kehittyneet rahoitusmarkkinat edesauttavat ja vakauttavat taloudellista kasvua.

Toisaalta rahoitusmarkkinoiden yhdentymisen edistämiseksi tarkoitettujen toimenpiteiden etenemisjärjestyksellä voi olla vaikutuksia rahoitusjärjestelmän vakauteen. Esimerkki tästä ovat kokemukset, joita pääomanliikkeiden vapauttamisesta on saatu eri puolilla maailmaa ja myös Suomessa. Liberalisointia usein seuranneista rahoituskriiseistä on opittu, että valvontainstituutioiden samanaikaiset uudistukset olisivat olleet välttämättömiä. EU:nkin haasteena rahoitusjärjestelmän sääntelyssä ja valvonnassa on toimivien ratkaisujen etsiminen ja vakiinnuttaminen (luku 7).

Integroituneet kansainväliset rahoitusmarkkinat näyttävät myös tarjoavan kanavan ongelmien nopealle siirtymiselle maasta toiseen. Tällaiset tartuntailmiöt eivät aina välttämättä perustu taloudellisiin tosiasioihin. Rahoitusmarkkinoiden integraation torjuminen tästä syystä olisi kuitenkin lyhytnäköistä, sillä vakauden lisääntyminen integraation myötä on pitkän aikavälin ilmiö.

Rahoitusmarkkinoiden merkitys taloudelliselle kehitykselle voidaan ymmärtää paremmin tarkastelemalla rahoitusjärjestelmän perustehtäviä. Nämä perustehtävät voidaan jakaa neljään osaan seuraavasti.[1] 1) *Säästöjen kartuttaminen*. Kehittyneillä rahoitusmarkkinoilla yleisön varat, yksittäisten säästöjen suuruudesta riippumatta, voidaan kerätä tehokkaasti yhteen. Tämä mahdollistaa suurten investointien rahoittamisen. 2) *Riskien hajautus*. Yksityishenkilöiden ja yhteisöjen yhteen kerätyt varat voidaan toisaalta sijoittaa hajautetusti eri investointikohteisiin, ja tällöin yksittäiset tahot eivät joudu kantamaan suuria yksit-

[1] OECD 2003.

täisiä riskejä. 3) *Resurssien allokointi.* Kehittyneillä markkinoilla rahoituksen välittäjät erikoistuvat investointiprojektien arviointiin, joka on tehokkaiden luotto- ja sijoituspäätösten edellytys mutta joka yksittäisten säästäjien erikseen toteuttamana olisi kustannuksiltaan tehotonta. Toisaalta kehittyneillä markkinoilla arvopaperien hinnat määräytyvät tehokkaasti kuvastaen yritysten ja investointiprojektien todellisia arvoja. Siten tehokas hintamekanismi ohjaa ja kannustaa tuloksellisiin rahoitus- ja investointipäätöksiin. 4) *Yritysten hallinnointi*. Myös yritysten johtoa voidaan seurata ja kontrolloida kustannuksiltaan tehokkaammin erilaisten rahoituksenvälittäjien ja muiden rahoitusalan ammattilaisten avulla.

Rahoitusmarkkinoiden laajentuminen ja rahoituspalvelujen kehitys integraation myötä edistävät kaikkien näiden rahoitusjärjestelmän perustehtävien toteuttamista. Yksi jo selvästi nähtävissä oleva esimerkki tästä on sijoitusriskien entistä voimakkaampi hajauttaminen EU-alueella (luku 3). Muilta osin tähänastisen rahoitusintegraation vaikutusten arviointi on edelleen kesken (arvioinneista tarkemmin jaksossa 2.2.3).

Taloudellinen yhdentyminen ja sen esteiden raivaaminen poliittisin toimenpitein luovat edellytykset markkinoiden mahdollisimman vapaalle toiminnalle. Toimialojen uudet rakenteet ja toimintatavat muuttuneessa toimintaympäristössä muotoutuvat kuitenkin markkinamekanismin tuloksena. Näin ollen täydellinen integroituminen – esimerkiksi tuotannon keskittyminen ylikansallisiin yksiköihin – ei voi olla virallinen tavoite sinänsä. Se olisi vastoin vapaasti toimivien markkinoiden periaatetta ja siten koko taloudellisen integraation perimmäistä ideaa. Joillakin toimialoilla yhdentymiselle voi olla luonnollisia, esimerkiksi tuotteiden kysyntään ja ominaisuuksiin liittyviä esteitä, jotka pitävät tuotannon sangen paikallisena.[2] Vain erikseen harkittavissa tapauksissa, joissa markkinat erilaisten häiriötekijöiden vuoksi eivät kykene optimaaliseen ratkaisuun, viranomaisten on syytä puuttua konkreettiseen markkinakehitykseen. Esimerkki jatkuvan vuorovaikutuksen tarpeesta markkinakehityksen ja sääntelyn välillä on toisaalta kilpailuviranomaisten tehtävä eli sen valvominen, että yksittäiset markkinatoimijat eivät saavuta määräävää asemaa. Myös rahoitusmarkkinoiden toiminta vaatii jatkuvaa, lähes reaaliaikaista valvontaa (luku 7).

Yhteinen raha, euro, ja sen myötä valuuttakurssiriskien poistuminen euroalueelta ovat luoneet ainutlaatuiset edellytykset rahoitus-

[2] Esimerkiksi vähittäispankkitoiminnassa voi olla tällaisia piirteitä. Niihin palataan tarkemmin luvussa 4.

markkinoiden integraatiolle. Euroalueen valtionlainojen korkojen konvergenssi on hyvä esimerkki euron käyttöönoton dramaattisista vaikutuksista rahoitusmarkkinoilla (luku 3, kuvio 4). Euro itsessään merkitsee käteisellä maksamisen täydellistä integroitumista euroalueella (luku 6).

Verrattuna muihin palvelutoimialoihin rahoituspalveluiden yhdentyminen on edennyt sangen pitkälle. Koska rahoitussektorin merkitys sisämarkkinoiden yleisen kehityksen kannalta on niin keskeinen, tavoitteet ovat kuitenkin vielä pidemmällä. Yhteinen raha ei ole yksinään riittänyt edistämään rahoitusmarkkinoiden yhdentymistä toivotulla tavalla. Yhdentymisen edellytyksiä on tämän takia pyritty kehittämään myös laajoin lainsäädännöllisin toimenpitein sekä sääntelyn ja valvonnan rakenteita uudistamalla. Tavoitteena on yleinen ja yhtenäinen rahoitussektoria koskeva lainsäädäntö, joka edistää rahoitusjärjestelmän yhdentymistä ja vakautta sekä turvaa yhtäläiset kilpailuedellytykset. Myös Euroopan keskuspankkijärjestelmän rooli rahoitusjärjestelmän yhdentymisen edistäjänä on ulottunut yhteisen rahan käyttöönottoa laajemmalle (jaksot 2.2.2 ja 2.2.3 sekä luku 7).

2.2.2 Integraation taustaa ja historiaa

EU:n rahoitusmarkkinaintegraation taustalla ovat yleinen taloudellisen toiminnan kansainvälistyminen ja globaalistuminen. Globaalistuminen käsitteenä on laaja ja varsin epämääräinen. Yleensä sillä tarkoitetaan lisääntyvää eri maiden talouksien erikoistumista ja syvenevää kansainvälistä työjakoa siten, että esimerkiksi Saksassa valmistetaan autoja ja Suomessa paperia. Tästä seuraa kansantalouksien välisten yhteyksien ja riippuvuuksien lisääntyminen palvelujen ja tavaroiden kaupan sekä eritoten maiden välisten investointien ja rahavirtojen ansiosta.[3] Yleinen tekninen kehitys edistää näitä prosesseja.

Voidaankin sanoa, että globaalistuminen sai varsinaisesti alkunsa, kun innovaatiot, kuten höyrykone ja lennätin, pienensivät kuljetus- ja transaktiokustannuksia. Liikennejärjestelyt ja kommunikaatiomenetelmät sekä nykyään Internet mahdollistavat yhä nopeammat yhteydet maailman kolkasta toiseen.[4] Siten yritys pystyy sijoittamaan toimintonsa sinne, missä tietyn tuotantovaiheen toteuttaminen on edullisinta verotuksen, erikoistuneen työpanoksen tai raaka-aineiden saatavuuden

[3] Köhler 2003.
[4] De la Garza 2002.

takia. Erityisesti globaalistuminen näkyy siinä, että rahoitusmarkkinat toimivat lähes ympärivuorokautisesti.

Globaalistuminen on vauhdittunut, kun liberalismi – tai oikeammin uusliberalismi – on yleistynyt poliittisessa ajattelussa 1980-luvun lopulta lähtien. 1930-luvun suuren laman jälkeen maailmantalous eli pitkään voimakkaan säännöstelyn aikaa. Uusliberalismi on muuttanut poliittisen ajattelun perusteellisesti korostamalla vapaan kilpailun edistämistä, koska kilpailun ajatellaan kohdentavan tuotannolliset resurssit tehokkaimmalla mahdollisella tavalla. Tämä on johtanut vapaan kaupan laajenemiseen ja taloudellisen toiminnan huomattavaan yksityistämiseen etenkin 1980-luvulta lähtien. Samalla valtion ohjausta on vähennetty, budjettikuria kiristetty ja talouden sääntelyä karsittu, eli deregulaatiosta on tullut vallitseva ajattelutapa.

Nämä tavoitteet ja ajattelutavat ovat konkretisoituneet Bretton Woods -instituutioiden johtoelinten ideologian kulmakivinä ns. Washingtonin konsensuksessa, joka on korostanut kansainvälisen rahoitusjärjestelmän syntymistä sekä markkinatalouden leviämistä.[5] Kaupan vapauttamiseen ja sen esteiden poistamiseen tähtääviä sopimuksia onkin syntynyt eri alueilla.

Markkinatalouden ja vapaan kaupan ideoiden, periaatteiden ja sopimusten edistämisessä myös kansainvälisillä järjestöillä on ollut tärkeä rooli. Taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestön OECD:n vuonna 1961 julkaisemat kaksi vapaita pääomanliikkeitä koskenutta suositusta (OECD Codes of Liberalisation) olivat tärkeitä kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden kehittymisen kannalta. Myös Maailman kauppajärjestön WTO:n sekä sen edeltäjien piirissä on käsitelty rahoituspalveluiden kansainvälisen kaupan kehittämistä.

Vaikka kapitalismi on voittanut ideologisen kilpailun, siihen perustuvan markkinatalouden on kiistämättömistä tehokkuuseduistaan huolimatta havaittu olevan taipuvainen ajoittaiseen epävakauteen. Keskinäisten riippuvuuksien muuttuessa markkinatalouteen saattaa syntyä hintakuplia, jotka johtavat liiallisiin investointeihin ja aiheuttavat purkautuessaan vaikeasti hallittavia kriisitilanteita.

Markkinavoimat eivät siis yksin riitä takaamaan hyvinvointia, vaan erilaiset keskinäiset riippuvuudet edellyttävät maiden välistä laajapohjaista yhteistyötä kriisien ennakoimiseksi ja niiden leviämisen estämiseksi. Julkisessa ja akateemisessa keskustelussa on viime vuosina kiinnitetty huomiota erityisesti globaalistumisen sosiaaliseen ulottuvuuteen. Esimerkiksi presidentti Tarja Halosen johtama Kansainvälisen työjärjestön (ILO) komitea totesi taloudesta tulleen enenevässä

[5] Williamson 2003.

määrin globaali, kun taas sosiaaliset ja poliittiset instituutiot ovat pysyneet pääasiallisesti paikallisina, kansallisina tai alueellisina.[6] Kansainvälisessä yhteistyössä on kuitenkin pyritty kehittämään globaalin hallinnon yhteistoimintamuotoja mm. rahoitusmarkkinoiden systeemiriskin pienentämiseksi, maiden talouskehityksen yhdenmukaistamiseksi, yksittäisten alueiden kulttuuri-identiteetin vaalimiseksi tai maailman vähäosaisten ja syrjäytyneiden etujen suojelemiseksi. Työ on kuitenkin vasta alussa. EU on globaalin hallinnon ideaan lujimmin sitoutunut alue.

Globaalistumisen rinnalla vaikuttaa regionalismi, alueellinen integraatio, jota EU:n integraatiokin on. Kun globaalistuminen ikään kuin vähentää maan tai kansallisuuden merkitystä, regionalismi lisää alueellista koheesiota. Globaalistumisen ja regionalismin välillä on kuitenkin monimutkainen vuorovaikutussuhde.[7] Vaikka integraatiolla tavoitellaan samoja tehokkuushyötyjä kuin globaalistumisella, on alueellisesti yleensä helpompi saada aikaan konkreettisia tuloksia esimerkiksi rahataloudessa, koska yhteistyö on organisoidumpaa ja yhteiset edut ovat ilmeisempiä kuin laajemmassa maiden yhteisössä. Pahimmillaan regionalismi kuitenkin rakentaa raja-aitoja. Tämä voi ajoittain näkyä mm. talousalueiden välisenä protektionismina. Esimerkiksi EU:n esivaihe, Euroopan talousyhteisö (ETY), syntyi 1957 tulliunionina. Sen myötä poistettiin jäsenmaiden väliset tullit ja vähennettiin kaupan muita esteitä. Samalla asetettiin yhteiset alueen ulkopuoliset tullit. Yhteisten kannustimien takia tämä saatiin aikaan alkuperäisiä Rooman sopimuksessa asetettuja tavoitteita nopeammin. Eurooppa-neuvosto päätti jo 1969, että aikanaan siirrytään täyteen talous- ja rahaliittoon (EMU).

Euroopan rahoitusmarkkinoiden integraatio alkoi sopimalla yhteisestä valuuttajärjestelmästä kultastandardin romahtamisen jälkeen (taulukko). Keskeiset Euroopan valuutat sidottiin toisiinsa. Vakaisiin valuuttakursseihin pyrittiin maailmantalouden vaikeinakin hetkinä, kuten 1970-luvun öljykriisin aikaan, jotta yhteisö saattaisi keskittyä keskinäisen kaupan vakauttamiseen. Monien vaiheiden jälkeen päädyttiin vuonna 1979 perustamaan Euroopan valuuttajärjestelmä (European Monetary System, EMS), jota kutsuttiin valuuttakäärmeeksi.[8] Rahamarkkinat alkoivat kuitenkin yhdentyä merkittävästi vasta sen jälkeen, kun alueen pääomanliikkeet vapautettiin vuonna 1988.

---

[6] World Commission on the Social Dimension of Globalisation 2004 ja Henderson 2000.
[7] Ks. Kumar 2000 ja Kühnhardt 2002.
[8] Eichengreen 1996.

Taulukko **Rahoitusintegraation virstanpylväät**

1957	Rooman sopimukset: Euroopan talousyhteisö (ETY)
1977	Ensimmäinen pankkidirektiivi
1979	Euroopan valuuttajärjestelmä, EMS
1985	Euroopan komission ns. valkoinen paperi sisämarkkinoiden viimeistelystä.
1988	Pääomanliikkeiden vapauttaminen EMS:n piirissä
1989	Toinen pankkidirektiivi
1992	Maastrichtin sopimus, päätös talous- ja rahaliitosta (EMU)
1993	Sijoituspalveludirektiivi
1994	Euroopan rahapoliittinen instituutti, EMI (EMUn toinen vaihe)
1999	Yhteinen tilivaluutta euro käyttöön; Euroopan keskuspankki aloittaa toimintansa (EMUn kolmas vaihe)
	Rahoituspalveluiden toimintasuunnitelma
2002	Yhteiset eurosetelit ja -kolikot
2003	Uusi lainsäädäntökehikko sisämarkkinamaksuille
2004	Tiedonanto arvopaperien selvitys- ja toimitusjärjestelmäinfrastruktuurista
2005	Rahoituspalveluiden toimintasuunnitelman jatkotoimenpiteistä päätetään

Pyrkimys vakaisiin valuuttakursseihin ja pääomanliikkeiden vapauttaminen tilanteessa, jossa maiden sisäiset rahoitusmarkkinat olivat edelleen hyvin säännöstellyt ja valvonta puutteellista, altistivat myös ongelmien syntymiselle. Esimerkiksi pohjoismaiden pankkikriisit olivat osittain seurausta tästä.

Vuonna 1992 solmitun Maastrichtin sopimuksen kautta syntyivät itse EU ja pohja yhteiselle rahayksikölle. Talous- ja rahaliiton toinen vaihe alkoi vuonna 1994 Euroopan rahapoliittisen instituutin perustamisella. Instituutti valmisteli yhteisen rahan käyttöönottoa. Euroopan keskuspankki (EKP) aloitti toimintansa kesäkuussa 1998, ja talous- ja rahaliiton kolmanteen vaiheeseen siirryttiin vuoden 1999 alussa, jolloin syntyi euro tilirahana. Tällöin syntyi myös perusta tukkurahamarkkinoiden yhdentymiselle.

2.2.3 Rahoitusintegraation edistyminen EU:ssa

Vuoden 1999 alussa euro otettiin Maastrichtin sopimuksen mukaisesti käyttöön tilirahana ja kansallisista valuutoista tuli sen ilmentymiä. Valuuttariski rahaliittoon kuuluvien maiden väliltä katosi, ja rahapolitiikan sekä maksuliikenteen tarpeisiin rakennettiin keskuspankkien TARGET-maksujärjestelmä.

Järjestelmällisesti ja kokonaisvaltaisesti EU:n rahoituspalvelu- ja pääomamarkkinoiden integraatiota on kehitetty vuonna 1999 hyväksytyllä erityisellä rahoituspalvelujen toimintasuunnitelmalla (Financial Services Action Plan, FSAP).[9] Sen päätavoite on kilpailun ja valinnanvapauden lisääminen siten, että pääoman kustannukset yhteisön kansalaisille ja sijoittajille pienenisivät. Toimintasuunnitelman avulla oli tarkoitus saada aikaan riittävän joustavia ratkaisuja, jotka eivät heti vanhenisi markkinoiden kehityksen myötä. Ongelmaksi tunnustettiin kuitenkin se, että lainsäädännön muodollinen hyväksyminen kestää kauan. Toimintasuunnitelma onkin edennyt varsin hitaasti. Lissabonin huippukokouksessa vuonna 2000 valtion ja hallitusten päämiehet tunnustivat tehokkaiden rahoitusmarkkinoiden merkityksen Euroopan kilpailukyvyn ja talouden kehityksen kannalta pitkällä aikavälillä. Taustalla vaikutti se tosiasia, että rahoitusmarkkinoiden yhdentyminen ei ollut vielä edennyt toivotulla tavalla. Lissabonin huippukokouksessa esitettiin lisäksi, että rahoituspalvelujen toimintasuunnitelma pannaan täytäntöön vuoteen 2005 mennessä ja riskirahoitukseen liittyvä toimintasuunnitelma (Risk Capital Action Plan, RCAP) vuoteen 2003 mennessä.

Rahoituspalvelujen toimintasuunnitelma, jonka yleisenä tavoitteena oli luoda aiempaa laajemmat edellytykset optimaalisille rahoitusalan yhtenäismarkkinoille, perustuu kolmeen strategiseen tavoitteeseen, joiden ympärille on rakennettu 42 toimenpidettä (liite 2). Ensimmäisenä strategisena tavoitteena oli muodostaa EU:n yhteiset tukkurahamarkkinat. Kaksi muuta tavoitetta olivat avoimien ja turvallisten vähittäismarkkinoiden edistäminen sekä tasokkaiden sääntöjen laatiminen toiminnan vakauden valvontaa varten. Suunnitelmassa asetettiin tehtäväksi kehittää kansallisten valvontaviranomaisten välistä järjestelmällistä yhteistyötä, kansallisesti ja maiden välillä. Turvallisuustavoite pitää sisällään myös kuluttajansuojan (luku 7).

Monet toimintasuunnitelman hankkeista on pantu täytäntöön vasta äskettäin, mutta suunnitelma on toiminut myös yleisemmin kehityksen katalysaattorina. Komission mukaan lukumääräisesti yli 90 % toimintasuunnitelman alkuperäisistä hankkeista on hyväksytty EU:n toimielimissä. Tuloksen kannalta säädösten sisällöllä on kuitenkin suuri merkitys, ja tätä vaikutusta on vielä liian aikaista arvioida. Useat keskeiset hankkeet ovat lisäksi edelleen kesken, ja niiden kansallinen toteuttaminen on monilta osin vasta alussa.

Rahoitusmarkkinoiden integraatio on lisääntynyt viimeisten 10 vuoden aikana, mutta ei samaa tahtia kaikilla osa-alueilla. Parhaiten

[9] Euroopan komissio 1999.

on edistytty niillä alueilla, joilla on ollut valmiina yhteinen markkinainfrastruktuuri ja tuotteet ovat olleet standardoituja. Ainoat täysin yhtenäiset markkinat ovat syntyneet vakuudettomille euroalueen rahamarkkinatalletuksille. Rahamarkkinat ovat saaneet myös yhteiset viitekorot, eonian ja euriborin. Muilla rahamarkkinasektoreilla, esimerkiksi repomarkkinoilla, kehitys on ollut esteiden vuoksi hitaampaa. Tilanne on samansuuntainen muilla tukkumarkkinasektoreilla, joilla kaupankäynnin kohteena olevia tuotteita ei ole saatu yhdenmukaistettua (luku 3).

Markkinavoimat ovat saaneet aikaan yhteisiä infrastruktuuriratkaisuja pankkien välisille sekä pankkien ja suursijoittajien välisille tukkumarkkinoille huomattavasti nopeammin kuin vähittäismarkkinoille, koska edellisissä saavutetaan helpommin skaalaetuja. Valtion joukkolainamarkkinoiden keskittyminen yhteiseen tekniikkaan perustuviin MTS-nimikkeen alla toimiviin elektronisiin kauppapaikkoihin on esimerkki tästä. Euromääräiset valtion joukkolainamarkkinat ovatkin jo 40 % suuremmat kuin Yhdysvaltain vastaavat markkinat, mutta yrityslainamarkkinat huomattavasti pienemmät. (Tämän markkinalohkon kehitystä käsitellään tarkemmin luvussa 3).

EU-alueen arvopaperimarkkinoiden kehittymistä on pyritty edistämään useilla FSAP-toimintasuunnitelman yhdenmukaistamisaloitteilla. Näitä ovat etenkin listalleottoa ja tarjousesitteitä sekä yritysostotarjouksia koskevat direktiivit. Maksujen ja kaupankäynnin turvallisuutta on parannettu direktiivillä selvityksen lopullisuudesta. Vakuuskäytäntöjä on myös yhdenmukaistettu direktiivillä.

Osakeyhtiöiden sulautumisia ja toimipaikan siirtoa maiden välillä toimintasuunnitelma on pyrkinyt edistämään ns. eurooppayhtiöstä annetulla asetuksella. Tämän talouden rakennemuutoksia edistämään tarkoitetun asetuksen ensimmäiset käytännön sovellukset näyttävät toteutuvan nimenomaan rahoituslaitosten sulautumisina.

Ulkomaisten sijoitusten osuus sijoitusrahastojen kokonaissijoituksista on lisääntynyt enemmän kuin vakuutusyhtiöiden tai eläkerahastojen vastaavien sijoitusten. Kasvua on ollut etenkin euron käyttöönoton jälkeen. Indikaattorit osoittavat myös euroalueen osakemarkkinoiden lähentyneen toisiaan huomattavasti, vaikka maasta toiseen käytävän kaupan tehokkuutta haittaavat edelleen moninaiset kauppojen selvittämiseen ja toimittamiseen liittyvät tietojärjestelmät, oikeudelliseen, verotukseen tai paikalliseen sääntelyyn liittyvät menettelytavat.

Osakemarkkinoiden yhdentyminen on ollut hidasta, mitattiinpa sitä hintakehityksen tai institutionaalisen rakenteen kehityksen kannalta. Merkittäviä omistusjärjestelyjä on saatu aikaan vasta parin viime vuoden aikana. Keskeisissä sääntelykysymyksissä on saavutettu tarvittavaa yhdenmukaistumista vasta vuonna 2004. Selvitys- ja toimitus-

järjestelmien erilaiset menettelytavat ja tekniset ratkaisut ovat pitäneet yllä maiden välisen toiminnan suuria kustannuksia. Osassa arvopaperikeskuksista on jätetty hyödyntämättä modernin tekniikan mahdollisuudet. Euroopan komissio on tähdentänyt yhtenäisen ja tehokkaan infrastruktuurin merkitystä sekä tukku- että vähittäisrahamarkkinoiden tukemisessa. Toukokuussa 2004 julkaisemassaan tiedonannossa komissio on lisäksi kiinnittänyt erityistä huomiota oikeudellisten kysymysten yhdenmukaistamiseen ja kilpailuun innovaation veturina (luku 5).

Euroopan komissio suhtautuu erityisen vakavasti myös vähittäissektorin rahoituspalveluiden integraation tukemiseen. Keskeisenä esimerkkinä tästä on maksuliike, jossa komissio on onnistunut hinta-asetuksella edistämään kotimaisten ja EU-alueen euromaksujen hintojen yhdentymistä.

FSAP-toimintasuunnitelman hankkeille asetettu täytäntöönpanon aikaraja lähestyy, mutta hankkeet ovat vielä osin kesken. Uuden laajan rahoitusmarkkinoiden kehittämistä koskevan puitesuunnitelman laatimisen sijasta Euroopan komissio aikoo keskittyä saattamaan loppuun keskeneräiset toimet ja ilmoitetut jatkotoimenpiteet. Siksi komissio on valmistellut ns. FSAP-jatkosuunnitelmaa, jonka toteutuksen on määrä alkaa vuonna 2005. Siinä siirrytään erityisiin indikaattoreihin perustuvaan integraation seurantaan. Tarkoituksena on myös arvioida vuonna 2004 sääntelyn tehostamiseksi käyttöön otetun ns. Lamfalussy-prosessin onnistumista. Lisäksi komissio on koonnut neljä huipputasoista markkina-asiantuntijoiden työryhmää pankki- ja vakuutustoiminnan, arvopaperimarkkinoiden ja omaisuudenhoidon alalta arvioimaan, mitä hyötyjä on saavutettu, mitä esteitä integraatiolle on ja mitä rahoitusmarkkinoiden alueella pitäisi vielä tehdä. Näiden raporttien pohjalta on tarkoitus käydä syvällinen strateginen keskustelu EU:n rahoitusmarkkinoiden sääntelyn ja valvonnan organisoinnista tulevaisuudessa. Päätökseen olisi vietävä vielä keskeisimmät jäljellä olevat jälleenvakuutusalaa, arvopaperien selvitystä ja toimitusta, maksujärjestelmien oikeudellisia puitteita, yritysten hyvää hallintotapaa (corporate governance) sekä tilintarkastuskäytäntöjen ja yhtiöoikeuden uudistamista koskevat aloitteet.

Lisäksi pankki- ja sijoituspalveluyritysten vakavaraisuussääntelyä koskevaa EU:n direktiiviä valmistellaan rinnan Baselin pankkivalvontakomitean kansainvälisen työn kanssa ja direktiiviehdotus julkaistaneen vuoden 2004 aikana. Uudistus on keskeinen, koska se korvaa jo vanhentuneen, liian karkeaksi todetun säännöstön, jonka avulla pankeilta edellytettävät omat pääomat suhteutetaan niiden ottamiin taloudellisiin riskeihin. Uusien sääntöjen on tarkoitus tulla voimaan Baselin

komitean tekemiä päätöksiä myötäillen porrastetusti vuosina 2006 ja 2007.

Markkinoiden kehittyminen ei suinkaan ole perustunut vain viranomaisaloitteisiin vaan useat markkinoiden itsesääntelyjärjestöt ovat yhdenmukaistushankkeillaan saaneet aikaan merkittäviä integraatiohyötyjä. Niihin liittyy kuitenkin suuria koordinointihaasteita. Suuria pankkeja edustava European Securities Forum on tukenut viranomaisprosessia identifioimalla lyhyen aikavälin tavoitteita arvopaperimarkkinoiden monien esteiden poistamiseksi. Tällaisia ovat olleet esimerkiksi yhtiötapahtumien ja verotuksen käsittelyprosessin yhdenmukaistaminen ja automatisointi sekä etäjäsenyyden mahdollistavien sääntöjen edistäminen. Markkinatoimijat ovat suunnitelleet ns. STEP-ohjelman (Short Term Paper), jolla tavoitellaan sijoitustodistusten ja yrityslainapapereiden heterogeenisten standardien ja käytäntöjen yhdenmukaistamista ja siten yhtenäisten markkinoiden luomista näille rahoitusinstrumenteille. EKP:n toivotaan osallistuvan tähän aloitteeseen emissiotietojen ja muiden markkinatilastojen kerääjänä ja jakelijana. Ohjelma saataneen operatiiviseksi vuoteen 2007 mennessä. Vastaavalla tavalla Euroopan arvopaperikeskusten liitto ECSDA on puolestaan sopinut yhteisestä linkkistandardista ja sen jäsenenä olevat arvopaperikeskukset ovat sitoutuneet yhdenmukaistamaan aukioloaikansa vuoden 2004 loppuun mennessä. Globaalien rahoitusmarkkinoiden esteiden poistamiseen on keskittynyt ns. Group of Thirty (G30). Se julkaisi oman, arvopaperien selvitystoimintaa koskevan toimenpideohjelmansa tammikuussa 2003. Siihen liittyy laaja toimeenpanon seurantahanke. Myös toinen globaalisti vaikuttava järjestö eli arvopaperisäilyttäjien kansainvälinen yhteistyöjärjestö (International Securities Services Association, ISSA) selvittää kahdenkymmenen suosituksensa toimeenpanoa.

Varsinainen FSAP toimintasuunnitelma on saanut tuekseen liitännäisaloitteita. Näitä käsitellään seuraavissa kappaleissa.

Yhtenäiset rahoitusmarkkinat eivät voi toteutua, ellei yksityisten talletuskorkojen verotuskohtelun maidenvälisiä eroja poisteta. Tämän vuoksi talletuskorkojen verotuksesta annettu direktiivi onkin toimintaohjelman kesken olevista hankkeista yksi ensisijaisimmista. Asiasta oli ehdotus jo pääomanliikkeiden vapautusvaiheessa, mutta siitä ei päästy yksimielisyyteen.

Kirjanpidon ja yritysten taloudellisen tiedon luotettavuudella on keskeinen merkitys maasta toiseen tehtävissä sijoituksissa. Komissio on pyrkinyt lisäämään luottamusta rahoitusmarkkinoihin lakisääteisen tilintarkastuksen laadunvarmistuksen vähimmäisvaatimuksilla Euroopan unionissa sekä lisäämällä yhteistyötä niin kansallisten valvojien välillä kuin kolmansien maiden kanssa. Etenkin julkisesti noteeratta-

vien yhtiöiden, luottolaitosten, vakuutusyhtiöiden ja sijoituspalveluyritysten tilintarkastuskäytäntöihin on kiinnitetty huomiota.[10] Vuonna 2001 hyväksyttiin käyvän arvon mukaiseen arvostukseen siirtyminen ns. fair value -direktiivillä. Lisäksi EU:n ministerineuvosto hyväksyi vuonna 2002 ns. IAS-asetuksen, jossa edellä mainitut yhtiöt velvoitetaan laatimaan konsernitilinpäätöksensä kansainvälisten tilinpäätösstandardien (IAS/IFRS) mukaisesti. Käytäntö astuu voimaan vuonna 2005, mutta globaaliin käyttöön tarkoitetut standardit valmistunevat vasta vuoden 2004 loppupuolella.

Kirjanpitoon ja tilintarkastukseen liittyvät läheisesti yritysten hyvää hallintotapaa (corporate governance) koskevat kysymykset. Viime vuosien yritysskandaalit sekä Yhdysvalloissa että Euroopassa ovat korostaneet yhteisten hallintotapasuositusten tärkeyttä.

Alkuperäiseen rahoituspalveluiden toimintasuunnitelmaan on myöhemmin liitetty myös muita hankkeita. Näitä ovat 1) aloitteet, joilla arvopaperien selvitysjärjestelmiä pyritään tehostamaan, 2) vakuutusyhtiöiden vakavaraisuuslaskennan uudistaminen (ns. solvenssi II -uudistus), 3) rahanpesua koskeva direktiivi, 4) vakuutuksia koskevat takaukset sekä 5) jälleenvakuutustoiminnan valvonta.

Euroopan komissio on pitänyt riskipääomarahoituksen kehittämistä yhtenä avaintekijänä EU:n kilpailukyvyn ja suotuisan työllisyyskehityksen turvaamisessa, koska innovaatiot vaativat yritykseltä kykyä riskinottoon. Tällä alalla EU on kuitenkin vielä varsin hajautunut ja maittaiset erot ovat suuria. Etenkin uusissa jäsenmaissa on komission mukaan vielä paljon kehittämistä riskirahoituksessa. EU:ssa kuitenkin on jo vuonna 1998 laadittu erityinen riskirahoitukseen liittyvä toimintasuunnitelma (Risk Capital Action Plan, RCAP).[11] Uusien yritysten ns. siemenrahoitus on edelleen jälkeenjäänyttä, vaikka julkisen sektorin tuki riskirahoitussektorille on jatkuvasti parantunut. Tutkimukseen ja kehittämiseen liittyvää julkista rahoitusta ohjataan monivuotisilla puiteohjelmilla. Yritysrahoituksen edellytysten kehittämisen kannalta keskeisiä ovat myös FSAP-toimintasuunnitelman mukaisesti läpi viedyt ns. esitedirektiivi (prospectus) ja sijoitusrahastodirektiivi (UCITS).

Muita välillisesti rahoitusmarkkinoiden toimintaan vaikuttavia toimia on sisällytetty muun muassa toimintasuunnitelmaan yrittäjyyden edistämiseksi.[12] Tässä toimintasuunnitelmassa komissio pyrkii helpottamaan erityisesti PK-yritysten velka- ja pääomarahoituksen saantia vuodesta 2004 alkaen. Päätoimenpiteenä on tarkoitus ottaa käyttöön uudistetut rahoitusmuodot vuonna 2006. Vakuuksien järjes-

[10] Euroopan komissio 2000, 2004d.
[11] Euroopan komissio 2003a.
[12] Euroopan komissio 2004b.

tämisen ja arvopaperistamisen edistämisen lisäksi tarkoitus on painottaa tutkimuskeskeisten ja innovatiivisten PK-yritysten pääomansaantia. (Toimintasuunnitelmaan palataan vielä jaksossa 2.4.)

Vähittäismarkkinoiden integraation edistymiselle ovat kuluttajasuoja-asiat tärkeitä. EU:n sisäiset kuluttajille tarjottuihin etäpalveluihin liittyvät ongelmat ovatkin lisääntyneet samalla, kun vilpilliset palveluntarjoajat ovat ottaneet käyttöönsä uusimmat tekniikat. Euroopan komissio pyrkii parantamaan kansallisten kuluttajaviranomaisten mahdollisuuksia panna täytäntöön asianmukainen EU-lainsäädäntö niin, etteivät vilpilliset palvelun tarjoajat välty vastuustaan. Keskeisenä työvälineenä ehdotuksessa on läheisempi yhteistyö viranomaisten välillä.

Myös Euroopan keskuspankin rooli rahoitussektorin yhdentymisen edistäjänä on ollut keskeinen, ja tätä roolia keskuspankilta myös edellytetään sen perustamissopimuksessa. Suorien toimien lisäksi EKP on pyrkinyt aktiivisesti tukemaan markkinaosapuolten keskinäisiä hankkeita yhdentymisen edistämiseksi. Lisäksi EKP pyrkii vaikuttamaan siihen, että tietoisuus rahoitusmarkkinoiden yhdentymisen tarpeesta kasvaa ja että keinot tavoitteiden saavuttamiseksi löydetään (myös luku 7).

2.3 Rahoitusmarkkinoiden integraation tutkimus

Rahoitusmarkkinoiden yhdentymistä koskeva taloudellinen tutkimus voidaan jakaa ainakin seuraavaan neljään osa-alueeseen.

1) Rahoitusta ja siihen liittyviä palveluita voidaan tarkastella toimialana muiden joukossa, ja tällöin integraation vaikutuksia voidaan lähestyä toimialan taloustieteen perinteisestä näkökulmasta. Integraatio voi lisätä kilpailua ja alentaa sitä kautta hintoja. Lisäksi aiempaa laajemmat markkinat tarjoavat suur- ja yhteistuotannon etuja, jotka vaikuttavat keskimääräisiin tuotantokustannuksiin. Näiden vaikutusten ansiosta pienentyneet pääomakustannukset ja rahoituspalvelujen hinnat voivat nopeuttaa taloudellista kasvua.

2) Yksi tutkimuksen osa-alueista on talous- ja rahaliiton suora vaikutus riskeihin ja sitä kautta pääomakustannuksiin. Yhteisen rahan myötä valuuttakurssiriskit ovat poistuneet euroalueelta ja samalla sijoitusten hajauttaminen yli kansallisten rajojen on tullut houkuttelevammaksi. Valuuttakurssiriskien poistuminen on vähentänyt

yritystoiminnan riskejä ja pääomakustannuksia.[13] Vastaavasti paremmin hajautetut sijoitukset voivat pienentää sijoittajien tuottovaatimuksia ja siten yritysten pääomakustannuksia.[14]

3) Yhdentymisen vaikutukset rahoitusjärjestelmän yleiseen kehittyneisyyteen ja sitä kautta talouskasvuun muodostavat oman tutkimusosa-alueen. Useimpien tutkijoiden näkemys on, että rahoitusjärjestelmän koko korreloi voimakkaasti taloudellisen kehittyneisyyden kanssa.[15] Tärkeä kysymys on lisäksi integraation vaikutus rahoitusjärjestelmän vakauteen, joka puolestaan on tasaisen kokonaistaloudellisen kehityksen edellytys[16] (ks. myös jakso 7.2).

4) Rahoitusmarkkinoiden kehitystä voidaan tarkastella myös taloudellisen toiminnan maantieteellisen kasaantumisen näkökulmasta. Tämä tarkastelu liittyy tilanteeseen, jossa integraatio potentiaalisesti johtaa syvenevään jakoon ydin- ja reuna-alueiden välillä, jolloin integraatiolla voi olla merkittäviä vaikutuksia hyvinvoinnin alueelliseen jakautumiseen.

Euroopan komissio on osaltaan ryhtynyt selvittämään erilaisia indikaattoreita, joilla rahoitusmarkkinoiden integraation etenemistä ja vaikutuksia voitaisiin seurata.[17] Indikaattorijoukko voi laajentua ja tarkentua tutkimustulosten lisääntyessä. Komissio jakaa seurattavat indikaattorit kolmeen ryhmään: 1) Integraation edistymisen suoria mittareita ovat esimerkiksi jäsenvaltioiden korkotasojen lähentyminen sekä maiden rajat ylittävän rahoitustoiminnan määrä. 2) Tehokkuusindikaattoreita ovat puolestaan esimerkiksi rahoitusinstituutioiden kustannustehokkuutta, kannattavuutta ja markkinavoimaa mittaavat tunnusluvut. 3) Rahoitusjärjestelmän vakautta mittaavia indikaattoreita voi-

[13] Bris – Koskinen – Nilsson 2004.
[14] Hardonvelis – Malliaropulos – Priestley 2004.
[15] Levine 1997.
[16] Tutkittaessa rahoitusmarkkinoiden integraation vaikutusta rahoitusjärjestelmän vakauteen perinteiset tulokset esimerkiksi kilpailun lisääntymisen siunauksellisuudesta joutuvat uuteen valoon (luku 4). Teoriassa voidaan esittää, että lisääntyvä kilpailu voi johtaa pankkien liialliseen riskinottoon, jolloin pankkijärjestelmän vakauden vaarantumisesta aiheutuvat kustannukset voivat ylittää kilpailun alentamien lainakorkojen ja rahoituksen paremman saatavuuden tuomat hyödyt. Uusimmat tutkimukset ovat kuitenkin päätymässä siihen, että kilpailun lisääntyminen on mahdollista ilman että vakaus vaarantuu (esim. Carletti – Hartmann 2003).
[17] Euroopan komissio 2003b, 2004c. Euroopan keskuspankissa tehty tutkimus (Baele – Ferrando – Hördahl – Krylova – Monnet 2004) tarkastelee rahoitusmarkkinoiden integraation etenemistä erityisesti euroalueella. Tutkimus vahvistaa osaltaan tuloksia, joiden mukaan integraatio on toistaiseksi edennyt eri tahtiin rahoitusmarkkinoiden eri alueilla.

vat olla esimerkiksi sekä toimialan sisäiset että toimialojen väliset, kuten pankki- ja vakuutussektorin, fuusiot.

Komissiolle tehdyssä selvityksessä[18] rahoitusintegraation kehitystä mittaavia indikaattoreita on analysoitu niiden tyypin ja laadun mukaan. Yhdeksi parhaimmista mittareista osoittautui hintojen ja esimerkiksi korkomarginaalien vertailu, koska hinnoista ja marginaaleista on helposti saatavissa laadukasta ja säännöllisesti päivittyvää tietoa ja koska hintojen ja marginaalien lähentyminen kertoo suoraan integraatiolle asetettujen konkreettisten tavoitteiden edistymisestä. Varanto- ja virtasuureisiin liittyy vastaavasti aineiston saatavuuden ja luotettavuuden suhteen paljon enemmän ongelmia. Toisaalta vain näiden suureiden avulla voidaan saada kuva sellaisista tärkeistä kysymyksistä kuin varallisuuden jakautumisessa ja sitä kautta kotitalouksien ja yhteisöjen riskien hajautuksen muutoksista.

Muissa komission toimeksiannosta tehdyissä tutkimuksissa pohditaan rahoitusmarkkinoiden integraation, makrotalouden ja talouskasvun välisiä yhteyksiä.

London Economics -ryhmä tarkasteli kaupankäyntikustannusten vaikutusta EU:n pääomakustannuksiin käyttäen vertailukohtana Yhdysvaltain vastaavia tietoja.[19] Kustannushyötyjä saavutettaisiin osake- ja joukkovelkakirjamarkkinoiden yhdistämisestä. Pääomakustannusten supistaminen puolestaan vaikuttaa kulutukseen, investointeihin ja työllisyyteen sekä näiden kautta talouskasvuun. Tuloksia on laskettu simuloimalla monta maata käsittävää makrotaloudellista mallia. Tulosten mukaan EU:n bruttokansantuotteen määrä kasvaisi näiden yhdentymisvaikutusten ansiosta noin yhden prosenttiyksikön verran pitkällä aikavälillä. Tämä on kuitenkin vain yksittäinen tutkimustulos, ja rahoitusintegraation vaikutuksista saatavan käsityksen vahvistamiseksi onkin tärkeää, että vastaavia tutkimuksia tehdään lisää. London Economics -ryhmän tutkimusta on kritisoitu siitä, että kokonaisvaikutukset on siinä todennäköisesti aliarvioitu, koska kaikkia kustannusrakenteita, rahoituksen sektoreita ja integraation mahdollisia vaikutuksia tuottavuuteen ei ole otettu huomioon.

Eräässä toisessa tutkimuksessa[20] tarkasteltiin tilannetta, jossa EU:n rahoitusmarkkinat saavuttavat integraation ansiosta Yhdysvaltojen rahoitusmarkkinoiden kehitystason. Erityisesti tarkasteltiin yhdentymisen vaikutuksia yritysten rahoitukseen ja tätä kautta tuotannon kasvuun. Koska eri jäsenvaltiot ovat rahoituspalvelujen kehittyneisyydel-

[18] Adam – Jappelli – Menichini – Padula – Pagano 2002.
[19] London Economics 2002.
[20] CERP 2002, Guiso – Jappelli – Padula – Pagano 2004.

tään eri vaiheissa, hyödyt eivät jakautuisi tasaisesti. Tutkimuksen mukaan kaikkien on kuitenkin edelleen mahdollista hyötyä kehityksestä.

Kolmannessa tutkimuksessa[21] on keskitytty erityisesti arvopaperimarkkinoiden selvitysjärjestelmistä aiheutuviin kaupankäynnin kustannuksiin. Yhdysvaltain tilanteeseen verrattuna nämä järjestelmät ovat EU:ssa edelleen hyvin hajautuneet ja niiden kustannukset ovat suuret etenkin toimittaessa yli maiden rajojen. Rahoitusmarkkinoiden infrastruktuurin yhdistymisestä on siten odotettavissa huomattavia kustannussäästöjä, jotka edistävät yhteisten rahoitusmarkkinoiden toimintaa. Tutkimuksessa tarkasteltiin myös maasta toiseen suoritettavien tilisiirtojen tehostamisen kustannusvaikutuksia. Tulosten mukaan maasta toiseen suoritettavien tilisiirtojen kustannusten alentaminen tasolle, jolla siirtoja voi tällä hetkellä halvimmillaan tehdä, tuottaisi jopa noin 40 prosentin säästöt. Lisäksi tutkimuksessa todettiin, että sijoitusrahastoja lukuun ottamatta rahoitusinstituutioiden yhdentyminen ei ole toistaiseksi edennyt kovin pitkälle (aiheesta myös luvuissa 3 ja 4).[22]

Euroopan komission lisäksi myös mm. tunnettu taloustieteellinen tutkimuskeskus, Center for Economic Policy Research (CEPR), joka kutsuu jäsenikseen ansioituneita eurooppalaisia taloustutkijoita, on ollut aktiivinen integraatiotutkimuksessa. Myös Center for European Policy Studies (CEPS) tuottaa selvityksiä rahoitusmarkkinoiden alueelta. Euroopan keskuspankki on puolestaan perustanut yhteistyössä Center for Financial Studies -tutkimuslaitoksen kanssa tutkimusverkoston, jonka tavoitteena on edistää pääomamarkkinoita ja rahoitusintegraatiota koskevaa tutkimusta Euroopassa. Osana tätä verkoston toimintaa Euroopan keskuspankki sekä monet kansalliset keskuspankit ovat tuottaneet useita yhdentymistä käsitteleviä tutkimuksia. Suomen Pankki on ollut aktiivinen erityisesti maksu- ja selvitysjärjestelmiä, pörssien kustannustehokkuutta sekä valvontaa ja sääntelyä koskevissa tutkimuksissa.[23]

Euroopan rahoitusmarkkinoiden ja -palveluiden integraatiota on tutkittu pankkisektorin ja arvopaperimarkkinoiden näkökulmasta, mutta toistaiseksi esimerkiksi vakuutussektoria on tutkittu vähemmän. Kiinnostus pankkien ja vakuutusyhtiöiden yhteenliittymiä eli finanssikonglomeraatteja kohtaan on tosin herännyt.

---

[21] Ivie 2003.

[22] Flood – Rose (2003) ovat esittäneet teoriaan pohjautuvan menetelmän, jonka avulla on mahdollista tarkastella integraatiota erityisesti siitä näkökulmasta, miten osakkeiden hinnat eri markkinoilla muodostuvat.

[23] http://www.bof.fi/fin/6_julkaisut/index.stm

On tärkeää, että Euroopan viranomaispiirien tilaamien tutkimusten ja osittain rahoittamien tutkimuslaitosten tekemien selvitysten lisäksi myös täysin riippumattomat tahot tutkivat yhdentymisen vaikutuksia ja etenemistä. Akateemisten tutkijoiden kiinnostus rahoitusmarkkinoiden integraatiokysymyksiä kohtaan näyttäisikin kasvaneen.

2.4 Integraation haasteet

Vaikka rahoituspalveluissa on toteutettu suuri määrä sekä viranomaisaloitteita että markkinatoimijoiden kehityshankkeita, sisämarkkinoita ei ole saatu valmiiksi ja integraatiolla on vielä esteitä. Rahoitusmarkkinat ovatkin yksi keskeisistä alueista, joilla integraatio on edennyt liian hitaasti ja joilla keskeiset kehitysehdotukset ovat vaarassa viivästyä tai vesittyä lukuisista syistä, esimerkiksi poliittisen tahdon puutteesta.

Rahoitusmarkkinaintegraation odotetaan tuottavan merkittävän panoksen EU:n talouskasvun kiihtymiseen. Asetettujen odotusten toteutuminen on tämän kehityksen keskeisin haaste.

Toisen haasteen muodostavat sääntely- ja valvontamenetelmät. Toistaiseksi jäsenmaiden valvontamenetelmien lähentymistä on tuettu rahoitusalan valvontaviranomaisten välisellä kahdenvälisten valvontapöytäkirjojen järjestelmällä. Tulevaisuudessa joudutaan kuitenkin vastaamaan uusiin haasteisiin, koska yhdentymisen mukanaan tuoma instituutioiden välisten yhteyksien lisääntyminen edellyttää systeemiriskin huolellista hallintaa. Alueella joudutaan harkitsemaan tarkoituksenmukaisempia menettelyjä lupajärjestelmien yksinkertaistamiseksi, valvonnan päätöksenteon keskittämiseksi ja valvontaviranomaisten välisen yhteistyön tiivistämiseksi, jotta valvonnasta itsestään ei koidu integraation hyötyjen estettä (luku 7).

Samalla on tarkistettava palveluntarjoajan kotimaan ja sijaintimaan – isäntävaltion – valvojien välistä työnjakoa, jotta sijaintimaan valvojat voivat todellisuudessa suoriutua tehtävistään ja vastuistaan. Nykyisin käytössä olevaa valvonnan kotimaaperiaatetta ei enää voida pitää täysin ajan vaatimusten mukaisena. Myös kriisienhallinta asettaa omia vaatimuksia integraatiolle (tarkemmin luvussa 7).

Lissabonin kokouksen päätelmissä korostettiin, että muodollinen sääntely ei aina ole oikea keino edetä. Vaihtoehtoina itsesääntely, markkinaosapuolten keskinäiset sopimukset tai markkinakuri laajemminkin käsitettynä voivat joskus olla tehokkaampia. Haasteena on saavuttaa riittävän turvalliset markkinat mutta välttää liikasääntelyä. Nykyisten sääntöjen yksinkertaistaminen ja virtaviivaistaminen yhtei-

sön tasolla on tärkeää, mutta vielä tärkeämpää tämä kehittäminen on useimmille kansalaisille ja kansallisen ja paikallisen tason yrityksille. Oikeiden sääntelyjärjestelmien luominen on osa laajempaa keskustelua Euroopan unionin toimielinten toimintatavoista.[24] Alexandre Lamfalussyn johtama ns. viisaiden miesten komitea laati vuonna 2001 suosituksen EU:n arvopaperimarkkinoiden sääntelyn ja valvonnan kehittämiseksi. Tästä syntyi vuonna 2002 ns. Lamfalussy-prosessi. Tämän neliportaisen menettelyn on tarkoitus nopeuttaa ja joustavoittaa sääntelyprosessia. Lamfalussy-menettelyä laajennettiin vuonna 2004 pankki- ja vakuutussektoriin. Valvonta- ja sääntelykomiteat, joita tarkastellaan lähemmin luvussa 7, ovat olennainen osa tätä prosessia. Omanlaisessa raskaudessaan tästä menettelystä on kuitenkin arveltu tulevan taakka: menettelyyn kuuluva laaja konsultaatio vaatii markkinaosapuolilta niin mittavia resursseja, että se saattaa johtaa siihen, etteivät nämä enää halua tai yksinkertaisesti kykene vastaamaan kaikkiin kyselyihin. Lamfalussy-prosessin onnistumista on tarkoitus arvioida ensimmäisen kerran jo vuonna 2004.

Rahoituspalvelujen sääntelyn globaali ulottuvuus tulee tärkeämmäksi, kun näiden palvelujen kansainvälinen vapautuminen kiihtyy Maailman kauppajärjestön (World Trade Organization, WTO) suojissa. Tästä syystä etenkin EU:n ja Yhdysvaltain välinen vuoropuhelu alan kysymyksissä on tullut merkitykselliseksi osaksi globaalia yhdenmukaistusta.

Koska rahoitusmarkkinoiden tehtävänä on palvella tehokkaan reaalitalouden syntymistä, monet integraation haasteista tulevat omistajuuden ja tekijänoikeuksien suojan sekä yritysrahoituksen alueelta. Yrittäjyyden edistämiseen liittyvän kuulemisen[25] tulosten perusteella tarvitaan hallinnollisten ja sääntelyyn liittyvien rasitteiden todellista vähentämistä ja yksinkertaistamista yritysten kannalta keskeisillä aloilla, kuten verotuksessa. Tähän saakka edistys verotuskysymyksissä on kuitenkin ollut hyvin vähäistä. Sitä mutkistaa etenkin se, ettei ole yhtenäistä verotettavan tulon määrittelyä, sekä se, ettei EU:ssa ole yhtenäisiä kirjanpitosääntöjä yrityksille. Kansainvälisten kirjanpitosäännösten (IFRS) laajalla hyväksymisellä voitaisiin helpottaa useissa jäsenmaissa toimivia yritysryhmiä. Näitä kirjanpitostandardeja on tarkoitus vaatia vuoden 2005 alusta alkaen kaikilta listatuilta yhtiöiltä.

Yritysveropohjan laajempi yhtenäistäminen on Euroopan komission tavoitteena vasta pitkällä aikavälillä. Sen sijaan verotukseen liittyvien kansallisten velvoitteiden noudattamisen yksinkertaistamiseksi ja

[24] Euroopan komissio 2001.
[25] Euroopan komissio 2004b.

helpottamiseksi komissio on ilmoittanut aikovansa käynnistää vielä vuonna 2004 pilottijärjestelmän, jossa PK-yritykset voivat anoa kotivaltion verotusta. Tähän järjestelmään osallistuvat jäsenvaltiot suostuisivat vastavuoroisesti tunnustamaan voittojen laskennassa käytettävät erilaiset kansalliset menetelmät.

Toinen suuri edistysaskel on otettu laajentamalla emo- ja tytäryhtiöiden välisiä osinkojen maksua ja muuta voiton jakamista koskevaa direktiiviä. Rahoituspalveluihin liittyvät arvonlisäverokysymykset ovat myös tärkeä haaste.[26]

Rahoituksen saatavuus on yrityksille elintärkeää useissa kehitysvaiheissa. Edellä mainitussa Euroopan komission kuulemisessa[27] rahoituksen merkityksen katsottiin jopa lisääntyvän uuden luottokelpoisuusluokittelukulttuurin ja pankeille ehdotettujen uusien vakavaraisuussääntöjen myötä. Komission keskeinen tavoite on varmistaa riittävä rahoitus ja vakuudet kaikkien elinkelpoisten yritysten rahoittamiseksi – myös Basel II -vakavaraisuusvaatimusten mukaisesti – sekä eri rahoitusmuotojen entistä tasapuolisempi verokohtelu.

Komissaari Bolkesteinin arvion[28] mukaan liian monissa tapauksissa EU:n kilpailukyvyn parantaminen on kilpistynyt kansallisten intressien suojaamiseen viranomaistoiminnan tai markkinastandardien kautta. Tätä voidaan pitää keskeisenä jatkotyöskentelyn haasteena. Muita haasteita integraation etenemiselle voivat olla kuluttajien mahdollisesti luonnollinen preferenssi käyttää paikallisesti tarjottuja palveluja. Kotimaisten säädösten tunteminen ja epäluulo vieraita palveluntarjoajia kohtaan ovat omiaan edistämään päätymistä kotimaisiin palveluihin. Kuluttajan huolena voi myös olla, miten hoitaa ongelmatilanteet esimerkiksi etäkaupassa. Palvelujen saatavuus omalla äidinkielellä on monien kuluttajaryhmien perustarve.

Tärkeitä haasteita integraatiolle syntyy toimintojen keskittymisestä suuriin finanssikeskuksiin. Palvelujen ja työpaikkojen poistuminen maasta voidaan kokea ongelmaksi, sillä tällä voi olla vaikutusta eräiden rahoituspalveluiden saatavuuteen erilaisissa kriisitilanteissa. Normaalitilanteissakin joidenkin rahoituspalveluiden saatavuus saattaa tulevaisuudessa riippua kuluttajien valmiudesta käyttää informaatio- ja kommunikaatiotekniikoita.

Etäoperoinnin ja -palveluiden saatavuuden mahdollistavien tekniikoiden turvallisuus ja varmuus voivat olla merkittävä epävarmuustekijä integraation jatkumisen kannalta. Turvallisuusaukot esimerkiksi näillä tekniikoilla toteutetuissa infrastruktuuriratkaisuissa voisivat

[26] European Banking Federation 2004.
[27] Euroopan komissio 2004b.
[28] Bolkestein 2004.

heikentää yleistä luottamusta rahoitusmarkkinoihin. Tällaiset ratkaisut tulisi suunnitella niin, ettei integraatio kärsi. Euroopan komissio on jo kiinnittänyt huomiota tietoverkkojen turvallisuuteen; muun muassa tietoturvadirektiivissä asetetaan erityisvaatimuksia verkko-operaattoreille, mutta lainsäädäntö ei yksin riitä, vaan tarvitaan laajempia toimia.[29] Erilaisille palveluntarjoajille – pankeille, sijoituspalveluyhtiöille tai arvopaperikeskuksille – asetettavat varautumisvaatimukset riippuvat osin siitä, millainen yhteisö EU haluaa olla: itsenäisten valtioiden liitto tai suvereeni liittovaltio.

[29] Liikanen 2004.

Lähdeluettelo

Adam, K. – Jappelli, T. – Menichini, A. – Padula, M. – Pagano, M. (2002) **Analyse, compare and apply alternative indicators and monitoring methodologies to measure the evolution of capital market integration in the European Union.** Center for Studies in Economics and Finance (CSEF). University of Salerno.

Baele, L. – Ferrando, A. – Hördahl, P. – Krylova, E. – Monnet, C. (2004) **Measuring financial integration in the euro area.** ECB Occasional Paper No. 14.

Bolkestein, F. (2004) **Progress on Financial Services Action Plan and Taxation.** Address to European Parliament Committee on Economic and Monetary Affairs Brussels. SPEECH/04/136, 16.3.2004.

Bris, A. – Koskinen, Y. – Nilsson, M. (2004) **The euro and corporate valuations.** Yale University – International Center for Finance, Stockholm School of Economics and Stockholm Institute for Financial Research (SIFR).

Carletti, E. – Hartmann, P. (2002) **Competition and stability: what's special about banking?** ECB Working Paper No. 146.

CEPR (2002) **Financial market integration, corporate financing and economic growth.** Marraskuu.

Eichengreen, B. (1996) **Globalizing Capital. A History of the Intenational Monetary System.**

Euroopan komissio (1999) **Rahoitusmarkkinoiden puitteiden toteuttaminen: Toimintasuunnitelma.** Komission tiedonanto KOM(1999)232, 11.5.1999.

Euroopan komissio (2000) **Suositus K(2000)3304 lakisääteisen tilintarkastuksen laadunvarmistuksen vähimmäisvaatimuksista Euroopan unionissa.** 15.11.2000.

Euroopan komissio (2001) **The Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets.** 15.2.2001.

Euroopan komissio (2003a) **Communication from the Commission to the Council and the European Parliament on Implementation of the Risk Capital Action Plan (RCAP).** COM(2003) 654 final.

Euroopan komissio (2003b) **Tracking EU financial integration.** Commission Staff Working Paper. SEC(2003)628.

Euroopan komissio (2004a) **EU:n kilpailusääntöjen uudistuspaketti on valmis.** Lehdistötiedote IP/04/411, 30.3.2004.

Euroopan komissio (2004b) **Toimintasuunnitelma: Yrittäjyyden edistäminen Euroopassa.** Euroopan komission tiedonanto EU:n neuvostolle, Euroopan parlamentille, talous- ja sosiaalikomitealle sekä alueiden komitealle. 11.2.2004, KOM(2004) 70 lopullinen.

Euroopan komissio (2004c) **Financial Integration Monitor 2004.** Commission Staff Working Document.

Euroopan komissio (2004d) **Tilintarkastus: komissio ehdottaa direktiiviä petosten ja väärinkäytösten estämiseksi.** Lehdistötiedote IP/04/340, 16.3.2004.

European Banking Federation (2004) **The European Single Market for Financial Services: Assessment and future priorities.** Maaliskuu.

Financial Services Committee (2004) **Interim Report on Financial Integration.** FSC Interim Report.

Flood, R.P. – Rose, A.K. (2003) **Financial Integration: A New Methodology and an Illustration.** NBER Working Paper No. 9880.

Guiso, L. – Jappelli, T. – Padula, M. – Pagano, M. (2004) **Financial market integration and economic growth in the EU.** Centre for Studies in Economics and Finance Working Paper No. 118.

Hardouvelis, G. – Malliaropulos, D. – Priestley, R. (2004) **The impact of globalization on the equity cost of capital.** CEPR Discussion Paper No. 4346.

Henderson, D. (2000) **Anti-Liberalism 2000.** Wincott Lecture, IEA, 28.9.2000.

IVIE (2003) **The monitoring of structural changes and trends in the internal market for financial services.** Tammikuu.

Köhler, H. (2003) **Toward a Better Globalization.** Inaugural Lecture on the Occasion of the Honorary Professorship Award at the Eberhard Karls University in Tübingen, 16.10.2003.

Kumar, T. (2000) **Politics of Globalism: A Hegemonic Discourse on Nation, Community and Humanity.** Esitelmä Limits of Cultural Globalization workshopissa. Jawaharial Nehru University & Albert-Ludwigs University, Freiburg kesä-heinäkuu 2000.

Kühnhardt, L. (2002) **Implications of globalization on the raison d'être of European integration.** Rheinishe Friedrich-Wilhelms-Universität, Bonn. ARENA Working papers, WP 02/37.

Levine, R. (1997) **Financial development and economic growth: views and agenda.** Journal of Economic Literature 35(2).

Liikanen, E. (2004) **European Network Security.** SPEECH/04/148, CeBIT, 18.3.2004.

London Economics (2002) **Quantification of the macro-economic impact of integration of EU financial markets.** Marraskuu.

OECD (2003) **European banking and stock market integration.** Financial Market Trends, No. 84, Maaliskuu 2004.

Williamson, J. (2000) **What Should the World Bank Think about the Washington Consensus?** The World Bank Research Observer. Vol. 15, No. 2, s. 251–264, (elokuu).

World Commission on the Social Dimension of Globalization (2004) **A Fair Globalization: Creating Opportunities For All.** International Labour Organisation. Helmikuu.

Sähköiset lähteet:

http://www.bof.fi/fin/6_julkaisut/index.stm
http://www.tekes.fi/eu/fin/ajankohtaista/rahoitusnakymat.html

Luku 3

Arvopaperimarkkinoiden yhdentyminen

Pertti Pylkkönen

3 Arvopaperimarkkinoiden yhdentyminen 40
3.1 Johdanto 40
3.2 Arvopaperimarkkinoiden sääntely Euroopassa 41
3.3 Arvopaperimarkkinoiden integraatio Euroopassa 45
3.3.1 Rahamarkkinat 46
3.3.2 Joukkovelkakirjamarkkinat 51
3.3.3 Osakemarkkinat 56
3.3.4 Johdannaiset 59
3.3.5 Sijoitusrahastotoiminta ja muut institutionaaliset sijoittajat 61
3.4 Arvopaperimarkkinoiden integraation haasteita 66

Lähdeluettelo 69

3 Arvopaperimarkkinoiden yhdentyminen

3.1 Johdanto

Tässä luvussa tarkastellaan Euroopan rahoitusmarkkinoiden ja ennen kaikkea arvopaperimarkkinoiden käynnissä olevaa integraatiota ja sen etenemistä raha- ja arvopaperimarkkinoiden eri osa-alueilla. Euroopan keskuspankin mukaan ”yhdentyneet arvopaperimarkkinat voidaan määritellä tilanteeksi, jossa mitkään tekijät eivät saata talouden toimijoita erityisesti sijainnin perusteella eriarvoiseen asemaan sen suhteen, miten ne hankkivat pääomaa ja tekevät sijoituksia”.[1]

Aluksi tässä luvussa käydään läpi markkinoiden sääntelyyn, lainsäädäntöön ja valvontaan liittyviä viranomaisten toimenpiteitä yhteisten raha- ja arvopaperimarkkinoiden edistämiseksi. Lisäksi tarkastellaan, mitä hyötyjä raha- ja arvopaperimarkkinoiden integraation edistämisellä tavoitellaan ja miten näiden hyötyjen odotetaan kanavoituvan eri taloudenpitäjille.

Euroopan rahoitusmarkkinoiden integraatio on edennyt arvopaperimarkkinoiden eri lohkoilla eri tahtiin. Rahoituksen tukkumarkkinoiden yhdentyminen käynnistyi nopeasti vuoden 1999 alussa. Voidaan sanoa, että osittain euroalueen rahamarkkinat, erityisesti pankkien väliset vakuudettomat lyhyen rahan markkinat, ovat integroituneet jo lähes täydellisesti ja toimivat kitkatta koko euroalueella. Yleisön näkökulmasta tämä on ehkä parhaiten havaittavissa euroalueelle syntyneestä rahamarkkinoiden eli alle vuoden pituisten markkinoiden yhteisestä ns. korkokäyrästä. Lyhyen rahan koroissa ei euroalueella ole merkittäviä maittaisia eroja yli yön -korosta aina yhden vuoden korkoihin.

Muilla rahamarkkinoiden osa-alueilla yhdentymisen aste vaihtelee. Esimerkiksi rahamarkkinoiden nopeimmin kasvavalla alueella, repomarkkinoilla[2], integraation etenemisen tiellä on vielä sekä verotukseen että kansallisiin lakeihin perustuvia esteitä, jotka haittaavat tai saattavat käytännössä jopa estää repokaupat maasta toiseen. Myös rahamarkkina-arvopaperien markkinoiden yhdentymisen tiellä on vielä useita esteitä, kuten markkina- ja verokäytäntöjen sekä myös lainsäädännön erilaisuus.

---

[1] EKP (2003b).

[2] Esim. EKP 2002. Repo (myynti- ja takaisinostosopimus) käsittää arvopaperien myynnin ja samanaikaisen sopimuksen niiden takaisinostosta tiettyyn hintaan ennalta määrättynä päivänä.

Pitkäaikaisten korkomarkkinoiden eli joukkovelkakirjamarkkinoiden integraation edistyminen käynnistyi nopeimmin euroalueen valtioiden obligaatioiden tukkumarkkinoilla. Kilpailu mahdollisimman edullisesta pitkäaikaisesta rahoituksesta on yhtenäistänyt euroalueen valtioiden lainamarkkinoiden markkinakäytäntöjä rahaliiton käynnistymisen jälkeen. Euroalueen valtioiden liikkeeseen laskemien obligaatioiden hintaerot johtuvatkin tällä hetkellä ensisijaisesti likviditeettieroista sekä erilaisista riskitekijöistä. Yksityisen sektorin lainamarkkinat sekä erityisesti piensijoittajille tarkoitetut lainamarkkinat ovat käytännössä vielä lähes kansalliset yhteisestä rahasta huolimatta.

Myös EMUn kolmannen vaiheen, rahaliiton, vaikutuksia osakemarkkinoiden integraatioon tarkastellaan tässä luvussa. Nämä vaikutuksethan ovat monelta osin epäsuoria ja siksi vaikeasti eroteltavissa muista osakemarkkinoilla käynnissä olevista ja jo ennen euron käyttöönottoa alkaneista kansainvälistymisen valtavirtauksista.

Euroalueen syntyminen näkyi kuitenkin nopeasti mm. osakemarkkinoilla laskettavien indeksien valikoimassa. Aikaisempien maakohtaisten osakeindeksien lisäksi ryhdyttiin laskemaan koko euroalueen käsittäviä osakeindeksejä. Samalla sijoittajien mielenkiinto on siirtynyt maakohtaisista osakemarkkinoista euroalueen laajuisiin toimialoihin. Lisäksi integraatio on selkeästi havaittavissa kauppapaikkojen ja selvityskeskusten fuusioina sekä yhteistyön lisääntymisenä Euroopassa (ks. myös luku 5).

Euron käyttöönotto laajensi etenkin institutionaalisten sijoittajien sijoitusmahdollisuuksia valuuttakurssiriskin poistuessa euroalueelta. Tässä luvussa käydään lyhyesti läpi euron vaikutuksia johdannaismarkkinoiden kannalta sekä tarkastellaan rahaliiton vaikutuksia institutionaalisten sijoittajien eli sijoitus- ja eläkerahastojen sekä henkivakuutusyhtiöiden näkökulmasta.

Lopuksi pyritään vielä arvioimaan, minkälaisia haasteita arvopaperimarkkinoiden integraation viemisessä eteenpäin on jäljellä.

3.2 Arvopaperimarkkinoiden sääntely Euroopassa

Rahoitus- ja arvopaperimarkkinoiden sääntely- ja lainsäädäntöprosessin juuret ulottuvat vuoden 1957 Rooman sopimukseen, jossa asetettiin tavoitteeksi tavaroiden, palveluiden sekä työvoiman yhteismarkkinoiden ohella myös yhteiset pääomamarkkinat. Rahoitusmarkkinoiden yhdentymisen näkökulmasta tärkeitä kiintopisteitä olivat myös vuoden 1985 yhteismarkkinaohjelma ja sen rahoitusmarkkinoita kos-

keva osuus. Vuoden 1992 sisämarkkinaohjelmassa (The 1992 Single Market Programme) rahoituspalvelujen eli pankki-, vakuutus- ja sijoituspalvelujen tarjoajille määriteltiin yhden toimiluvan periaate. Tämä tarkoitti sitä, että toimiluvan jossakin unionin jäsenmaassa saanut rahoituspalvelujen tarjoaja voi toimia myös muissa jäsenmaissa saman luvan turvin. Lopullisen sysäyksen pääomamarkkinoiden yhdentymisen syvenemiselle antoi kuitenkin yhteisen rahan, euron, käyttöönotto vuonna 1999.

Yhteinen raha poisti sijoitustoimintaan ja varainhankintaan liittyvän valuuttakurssiriskin euroalueelta, ja rahoituspalveluiden tarjoaminen maasta toiseen alkoi lisääntyä. Rahoituspalvelujen tarjoamisessa maasta toiseen on kuitenkin erityisesti yksityisen sijoittajan näkökulmasta edelleen monia sekä sääntelyyn, verotukseen että markkinoihin liittyviä hankaloittavia tekijöitä. Markkinaehtoisista tekijöistä mainittakoon esimerkiksi jakeluverkot, jotka käytännössä hidastavat erilaisten rahoituspalvelujen tarjoamista yli maiden rajan. Sähköiset verkostot, kuten Internet, eivät ole ainakaan vielä merkittävästi lisänneet rahoituspalvelujen tarjontaa maasta toiseen Euroopassa. Esimerkiksi useassa maassa toiminut, asuntolainoja myöntänyt EuropeLoan lopetti toimintansa kannattamattomana.

Yhteisen rahan käyttöönotto toi myös esiin entistä selkeämmin muut rahoitusmarkkinoiden yhdentymisen tiellä olevat esteet ja tarpeen niiden poistamisesta. Kokouksessaan Cardiffissa kesäkuussa 1998 Eurooppa-neuvosto pyysi Euroopan komissiota laatimaan toimenpidesuunnitelman yhtenäismarkkinoiden luomisesta Euroopan rahoitusmarkkinoille. Rahoituspalvelujen toimintasuunnitelma (Financial Sector Action Plan, FSAP) julkistettiin neuvoston Wienin kokouksessa toukokuussa 1999. Se koostuu useista lainsäädännöllisistä ja muista toimenpiteistä, joilla pyritään toteuttamaan rahoituspalvelujen yhtenäismarkkinat sekä sääntelyn ja valvonnan periaatteet (luvut 2 ja 7).

Vuonna 1998, jo ennen rahoituspalveluiden toimintasuunnitelmaa, komissio julkisti riskipääomaa koskevan toimintasuunnitelman (Risk Capital Action Plan, RCAP). Siinä nostettiin esiin seuraavia rahoituspalveluiden toimintasuunnitelmaan sisältyviä sääntelytoimenpiteitä, joiden avulla pyritään poistamaan pääomasijoitustoiminnan kasvun esteitä Euroopassa: tarjousesitedirektiivin uudistaminen, direktiivit sijoitusrahastoista sekä lisäeläkerahastojen toiminnasta ja valvonnasta, tilinpäätösdirektiivin muuttaminen ja yritysjohdon valvonta.[3] Riski-

[3] Riskipääomaa koskeva toimintasuunnitelma, ks. esim. Niemi 2003.

pääomaa koskeva toimintasuunnitelma pantiin täytäntöön vuonna 2003.

Rahoituspalvelujen toimintasuunnitelmaan (FSAP) kuului alun perin 42 toimenpidettä. Myöhemmin ohjelmaan on lisätty 5 uutta liitännäisaloitetta. Euroopan komission marraskuussa 2003 esittelemän yhdeksännen seurantaraportin mukaan ohjelman myötä oli siihen mennessä toteutettu 36 toimenpidettä. Loput toimenpiteistä on tarkoitus panna täytäntöön viimeistään vuonna 2005. Raha- ja arvopaperimarkkinoilla on toimintasuunnitelman ohella syntynyt useita muita sekä julkisen että yksityisen sektorin hankkeita, jotka tähtäävät arvopaperimarkkinoiden yhdentymisen syvenemiseen ja loppuun saattamiseen.

Arvopaperimarkkinoiden sääntelyn yhtenäistäminen käynnistyi kuitenkin jo huomattavasti aikaisemmin kuin FSAP-prosessi. Arvopaperimarkkinoita koskevista direktiiveistä ensimmäinen, arvopaperin viralliselle pörssilistalle ottamista koskevia vaatimuksia sääntelevä direktiivi hyväksyttiin jo vuonna 1979 (luku 7). Ennen FSAP-toimintasuunnitelman voimaantuloa hyväksyttiin arvopaperimarkkinoita koskevia useita muitakin direktiivejä (taulukko 1). Tärkein niistä oli sijoituspalveluyritysten toimintaa sääntelevä direktiivi vuodelta 1993. Siinä hyväksyttiin mm. se, että sijoituspalveluyritys voi tarjota palvelujaan koko Euroopan yhteisön alueella sen jälkeen, kun se on saanut toimiluvan kotivaltionsa valvontaviranomaisilta. Uusimmista direktiiveistä keskeisimpiä ovat direktiivi sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista sekä ns. esitedirektiivi, jossa säädetään arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettavista esitteistä.

Taulukko 1. **Arvopaperimarkkinoiden keskeisimmät direktiivit ja eräitä Euroopan komission päätöksiä**

Direktiivit
Neuvoston direktiivi (79/279/ETY) arvopaperien viralliselle pörssilistalle ottamista koskevista vaatimuksista.
Neuvoston direktiivi (80/390/ETY) arvopaperien viralliselle pörssilistalle ottamisen yhteydessä julkistettavan listalleottoesitteen laatimista, tarkastusta ja levittämistä koskevista vaatimuksista.
Neuvoston direktiivi (82/121/ETY) arvopaperipörssin viralliselle pörssilistalle otettujen yritysten säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta.
Neuvoston direktiivi (85/611/ETY) arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta sekä direktiivin uudistukset (2001/107/ETY) ja (2001/108/ETY).
Neuvoston direktiivi (89/298/ETY) arvopapereita yleisölle tarjottaessa julkistettavan tarjousesitteen laatimista, tarkastusta ja levittämistä koskevien vaatimusten yhteensovittamisesta.
Neuvoston direktiivi (89/592/ETY) sisäpiirikauppoja koskevien säännösten ja määräysten yhteensovittamisesta.
Neuvoston direktiivi (93/6/ETY) sijoituspalveluyritysten ja luottolaitosten omien varojen riittävyydestä.
Neuvoston direktiivi (93/22/ETY)sijoituspalveluista arvopaperimarkkinoilla.
Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (97/9/EY) sijoittajien korvausjärjestelmistä.
Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (98/26/EY) selvityksen lopullisuudesta maksujärjestelmissä ja arvopaperien selvitysjärjestelmissä.
Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (2001/34/EY) arvopaperien ottamisesta viralliselle pörssilistalle sekä siihen liittyvästä tiedonantovelvollisuudesta. Tällä direktiivillä (ns. esitedirektiivi) koottiin yhteen edellä mainitut direktiivit (79/279/ETY), (80/390/ETY) ja (82/121/ETY).
Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (2002/47/EY) rahoitusvakuusjärjestelyistä.
Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (2003/6/EY) sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista (markkinoiden väärinkäyttö).
Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (2003/71/EY) arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettavasta esitteestä sekä direktiivin (2001/34/EY) muuttamisesta.
Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (2004/39/EY) rahoitusvälineiden markkinoista (ns. sijoituspalveludirektiivi II).
Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (2004/??/EY) säännellyillä markkinoilla listattujen arvopapereiden liikkeeseenlaskijoita koskevien tiedonantovelvollisuuksien yhtenäistämisestä. Direktiiviä ei ole vielä julkaistu EU:n virallisessa lehdessä.
Euroopan komission päätökset
Päätös (2001/527/EY) Euroopan arvopaperimarkkinavalvojien (Committee of European Securities Regulators, CESR) komitean perustamisesta.
Päätös (2001/528/EY) Euroopan arvopaperikomitean (European Securities Committee, ESC) perustamisesta.

Rahoituspalvelujen toimintasuunnitelman ohella toinen tärkeä suunnitelma rahoitus- ja arvopaperimarkkinoiden integraation syventämiseksi on Lamfalussy-prosessi, jonka alkuperäisenä tavoitteena oli luoda yhtenäiset pääomamarkkinat Eurooppaan. Ns. viisaiden miesten komitea eli Lamfalussy-komitea julkisti raporttinsa helmikuussa 2001. Siinä suositeltiin uutta päätöksentekomallia, joka tavoitteena on mm. tehostaa rahoitus- ja pääomamarkkinoita koskevaa lainsäädäntötyötä.

Arvopaperimarkkinoiden integraation etenemisen kannalta tärkeitä olivat myös ns. Giovannini-raportit vuosilta 2001 ja 2003. Ne sisältävät mm. toimenpide-ehdotuksia maiden välisen arvopaperiselvityksen ja toimituksen kehittämiseksi ja tehostamiseksi (luku 5).

Rahoitus- ja arvopaperimarkkinoiden integraation syventämistä tukeva lainsäädäntötyö Euroopan unionin tasolla on heijastunut myös Suomen rahoitusmarkkinoita koskevaan lainsäädäntöön. Hyväksytyt direktiivit on pantu täytäntöön tai niiden täytäntöönpano kotimaisessa lainsäädännössä on parhaillaan menossa. Suomesta puuttui aiemmin esimerkiksi erillinen sijoituspalveluyrityksiä koskeva laki, ja myös arvopaperimarkkinoita sääteleviä useita muita lakeja on yhtenäistetty Euroopan unionin lainsäädännön kanssa.

3.3 Arvopaperimarkkinoiden integraatio Euroopassa

Arvopaperimarkkinoiden integraatio on edennyt Euroopassa hyvinkin eri tahtiin eri osa-alueilla. Rahamarkkinoiden integraatio on edennyt pisimmälle. Erityisesti vakuudettomat rahamarkkinat ovat jo täysin integroituneet. Tämä näkyy mm. yhtenäisenä korkokäyränä yön yli -maturiteetista aina vuoden maturiteettiin. Samalla kansalliset rahamarkkinat ovat laajentuneet koko euroalueen laajuisiksi.

Joukkovelkakirjamarkkinoilla eurovaltioiden korot ovat myös konvergoituneet lähelle toisiaan. Yksityisen sektorin joukkovelkakirjamarkkinat ovat sen sijaan edelleen hajautuneet, eikä yrityslainoille ole syntynyt vielä yhteistä kauppapaikkaa.

Osakemarkkinoilla rahoitusmarkkinoiden integroituminen on näkynyt ennen kaikkea pörssien yhteistyön lisääntymisenä sekä pörssifuusiona.

Sijoittajat ovat myös ryhtyneet allokoimaan sijoituksiaan kotimarkkinoiden sijasta laajemmin koko euroalueelle. Selkeimmin tämä on näkynyt sijoitus- ja eläkerahastojen sijoitusten suuntautumisena koko euroalueelle.

3.3.1 Rahamarkkinat

Euroalueen synty muutti Euroopan rahamarkkinoita monin eri tavoin. EMUn kolmas vaihe toi mukanaan yhteisen rahapolitiikan uusine ohjausjärjestelmineen.[4] Uusi toimintaympäristö näkyi nopeasti euroalueen rahamarkkinoiden kehityksessä ja integroitumisessa. Eurojärjestelmän rahapolitiikan ohjausjärjestelmä on osaltaan vaikuttanut rahamarkkinoiden integraation etenemiseen Euroopassa. Rahapolitiikan ohjausjärjestelmän peruselementit ovat markkinaoperaatiot sekä maksuvalmius- ja vähimmäisvarantojärjestelmät.[5]

Vakuudettomat rahamarkkinat

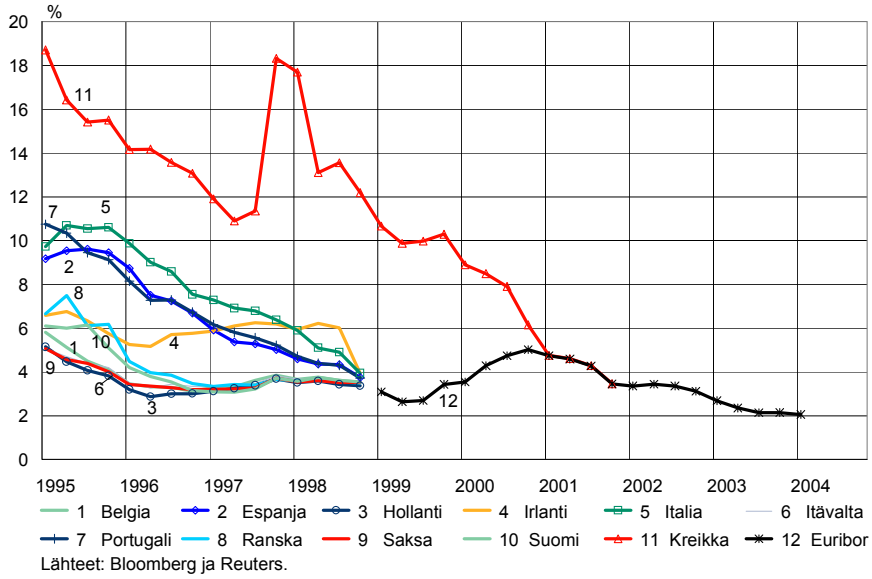
Euroaikana rahamarkkinoiden nopeimmin kasvaneita osa-alueita ovat olleet vakuudettomat talletusmarkkinat eli depomarkkinat sekä vakuudelliset repomarkkinat. Arvopaperimuotoisten rahamarkkinavälineiden, kuten valtion velkasitoumusten sekä yritys- ja sijoitustodistusten, markkinat ovat kasvaneet hitaammin.

Rahamarkkinoiden integroitumisen näkökulmasta suurten pankkien väliset vakuudettomat talletusmarkkinat ovat yhdentyneet yksiksi euroalueen laajuisiksi markkinoiksi, joilla integroitumisen yksi tunnusmerkki, sama hinta (korko), pätee kaikkialla euroalueella (kuvio 1). Euroalueen rahamarkkinoiden koroissa ei ole systemaattisia maittaisia eroja, mutta yksittäisten pankkien koroissa voi olla pieniä eroavuuksia, jotka johtuvat esimerkiksi pankkien riskiluokitusten eroista. Lyhytaikaisten rahamarkkinoiden viitekorkojen, eonian (euro overnight index average) ja euriborin laskenta pohjautuu koko euroalueeseen. Eoniakorko on euroalueen pankkien keskinäisten vakuudettomien yön yli -luottojen painotettu keskikorko. Se lasketaan 48 pankin antamista noteerauksista. Tähän ns. paneelipankkien ryhmään kuuluu vähintään yksi pankki jokaisesta euromaasta sekä yksi jokaisesta euroalueen ulkopuolisesta vanhasta EU-jäsenmaasta ja neljä muuta suurta kansainvälistä pankkia. Euriborkorko (euro interbank offered rate) on pankkien toisilleen antamien euromääräisten luottojen korko. Korkoa sovelletaan yhden, kahden ja kolmen viikon maturiteeteissa sekä 1–12 kuukauden maturiteeteissa. Euriborkoron laskennassa mukana olevat paneelipankit ovat samat kuin eoniakoron laskennan

[4] Rahapolitiikan kuvaus löytyy esimerkiksi EKP:n julkaisusta ”Rahapolitiikan toteuttaminen euroalueella” (2004a) sekä ”EKP:n rahapolitiikka” (2004b).
[5] Tarkemmin Salavirta 2002, EKP 2004a.

pankit.[6] Eonia- ja euriborkorkojen laskentaperiaatteista ja julkaisemisesta vastaavat EU:n pankkiyhdistysten liitto (European Banking Federation) sekä ACI Financial Markets Association. Eoniakoron laskee Euroopan keskuspankki ja euriborkorot Moneyline Telerate.

Kuvio 1. **Euromaiden 3 kuukauden korko**



Lähteet: Bloomberg ja Reuters.

Pankkien väliset vakuudettomat talletusmarkkinat keskittyvät lyhyisiin maturiteetteihin. Markkinoiden maturiteetin painopiste on yön yli -talletuksista aina kahden viikon talletuksiin. Pitemmissä maturiteeteissa käytetään jo enemmän vakuudellisia rahamarkkinavälineitä.

Rahoitusmarkkinoiden vakauden näkökulmasta euroalueen laajuisten vakuudettomien talletusmarkkinoiden synty muutti pankkimarkkinoita. Muutoksesta johtuu mm., että jonkin suuren eurooppalaisen pankin mahdolliset likviditeettiongelmat saattavat levitä euroalueella pankista toiseen aikaisempaa nopeammin ja aiheuttaa samalla häiriöitä myös pienemmille pankeille, jotka toimivat pääasiassa vain kansallisilla markkinoilla.

Suomen rahamarkkinoiden näkökulmasta euron käyttöönotto merkitsi mm. arvopaperimuotoisten sijoitustodistusmarkkinoiden tärkeyden vähentymistä ja vakuudettomien talletusmarkkinoiden kehittymistä keskeiseksi rahamarkkinoiden osa-alueeksi.

[6] http://www.euribor.org.

Vakuudelliset rahamarkkinat

Euroalueen vakuudelliset rahamarkkinat eli repomarkkinat ovat kasvaneet nopeasti yhteisen rahan käyttöönoton jälkeen.[7] Pankkien välisten talletusmarkkinoiden tapaan myös euroalueen laajuisille vakuudellisille talletusmarkkinoille eli repomarkkinoille ryhdyttiin laskemaan omaa viitekorkoa, eurepoa, 4.3.2002 alkaen. Eurepo on korko, jolla ns. repopankit tarjoavat toisilleen euromääräistä luottoa vakuutta vastaan. Repomarkkinoiden viitekoron pankkipaneelissa on mukana 38 pankkia, joiden antamien noteerausten perusteella korko lasketaan päivittäin maturiteeteissa T/N, 1–3 viikkoa sekä 1, 2, 3, 6, 9 ja 12 kuukautta.

Nopeasta kasvusta huolimatta vakuudellisten rahamarkkinoiden integroituminen on edennyt varsin hitaasti. Yksi keskeisimpiä ongelmia on ollut se, että eurorepomarkkinoille ei ole onnistuttu luomaan koko euroalueen kattavia vakuusmateriaalimarkkinoita. Tältä osin tilanne kuitenkin parantunee, kun direktiivi rahoitusvakuusjärjestelyistä saatetaan voimaan kaikissa unionin jäsenmaissa.

Koska repomarkkinoilla voidaan käyttää vakuutena erilaisia arvopapereita, on näiden markkinoiden integraation syvenemisen esteiden poistaminen vakuusjärjestelyiden osalta yksi keskeisimpiä tehtäviä raha- ja arvopaperimarkkinoiden kehittämisessä euroalueella. Repomarkkinoiden yhdentyminen parantaisi samalla sekä raha- että obligaatiomarkkinoiden likviditeettiä entisestään.

Vaikka repojen käyttö maasta toiseen on euroaikana lisääntynyt, markkinat toimivat edelleen pääosin kansallisella tasolla. Keskeisenä syynä tähän on se, että repokauppojen selvitys on hajautunut useisiin eri selvityskeskuksiin, mistä syystä maasta toiseen välitettävien kauppojen järjestelyt voivat olla sekä monimutkaisia että kalliita.

Euroalueen laajuisten repomarkkinoiden hajanaisuutta lisää myös se, että vakuutena käytettävien arvopaperien verotusta ei ole yhtenäistetty. Muutkin vakuutena käytettävien arvopaperien ominaisuudet saattavat poiketa toisistaan. Repomarkkinoiden yhtenäistymistä on haitannut niin ikään se, että kaupankäyntiin liittyvä dokumentaatiokäytäntö ja juridiikka vaihtelevat maittain. Yhtenäisten pelisääntöjen luominen ja markkinoiden integraation lisääminen ovatkin sekä markkinoiden että eurojärjestelmän tavoitteita. Eurojärjestelmän mielenkiinto repomarkkinoiden toimintaedellytysten parantamiseen liittyy mm. siihen, että repot ovat yksi sen rahapolitiikan toimeenpanossa käytettävistä pääinstrumenteista. Keskuspankkien mielenkiinto euro-

[7] EKP 2003c.

alueen laajuisten repomarkkinoiden integroitumisen syvenemiseen johtuu myös siitä, että laajat ja likvidit repomarkkinat tukevat osaltaan keskuspankkien pyrkimystä ylläpitää rahoitusmarkkinoiden vakautta.

Pankit käyttävät repoja likviditeetinhallinnassaan mm. siksi, että vakuudellisina rahoitusvälineinä ne vähentävät luottoriskiä ja keventävät pankkien pääomavaatimuksia vakuudettomiin rahamarkkinavälineisiin verrattuna.

Lyhytaikaiset rahamarkkina-arvopaperit

Kolmannen tärkeän rahamarkkinoiden lohkon muodostavat arvopaperimuotoisten rahamarkkinavälineiden markkinat. Näiltä markkinoilta hankitaan lyhytaikaista rahoitusta pääosin valtion velkasitoumuksilla sekä yksityisen sektorin liikkeeseen laskemilla sijoitus- ja yritystodistuksilla. Arvopaperimuotoiset rahamarkkinat ovat kasvaneet ja yhdentyneet euroalueella selvästi hitaammin kuin vakuudettomat talletukset ja repomarkkinat.

Arvopaperimuotoisten kansallisten rahamarkkinoiden merkitys Euroopassa on vähäinen esimerkiksi Yhdysvaltoihin verrattuna. Lisäksi markkinakäytännöt poikkeavat eri maissa toisistaan, ja tämän vuoksi rahamarkkinapaperit myydään ensisijaisesti kotimaisille sijoittajille. Suppeiden markkinoiden vuoksi myös jälkimarkkinoiden likviditeetti on yleensä heikko.

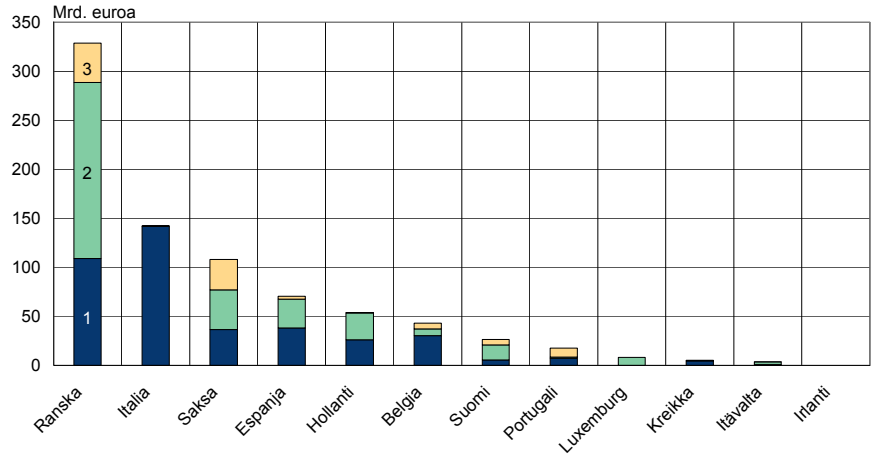
Yksityisellä sektorilla on ollut useita hankkeita, joiden avulla rahamarkkinoiden integraatiota on pyritty syventämään. Merkittävin hanke koko Euroopan laajuisten yksityisen sektorin rahamarkkinoiden integraation edistämiseksi on ollut ACI Short-Term European Paper Task Force -työryhmän (ACI STEP) perustaminen. Hankeen tarkoituksena on yhtenäistää Euroopan rahamarkkinoilla noudatettavia käytäntöjä ja standardeja sekä luoda eurooppalaiset tukkurahamarkkinat. Työryhmä julkaisi ehdotuksensa ja suosituksensa joulukuussa 2003.

Työryhmä ehdotti mm. seuraavaa: 1) ns. STEP-luokittelun antaminen sovitut standardit täyttäville rahamarkkinapapereille, 2) vakiomuotoisen tiedonantoesitteen laatiminen, sen vuosittainen päivittäminen sekä esitteen saatavuuden varmistaminen, 3) STEP-markkinoiden tilastointi sekä liikkeeseenlaskujen aktiivisuutta kuvaavan indeksin julkaiseminen, 4) kauppojen selvitys kaupankäyntipäivänä, 5) STEP-markkinakomitean perustaminen, 6) STEP-papereiden vakuuskelpoi-

suuden hyväksyminen Euroopan keskuspankkijärjestelmässä ja 7) STEP-papereiden hyväksyminen sijoitusrahastojen materiaaliksi.[8]

Euromaissa liikkeeseen laskettujen rahamarkkinapapereiden määrä (kuvio 2) oli maaliskuussa 2004 runsaat 800 mrd. euroa, mikä on noin kymmenesosa näiden maiden joukkovelkakirjamarkkinoiden määrästä. Näistä rahamarkkinapapereista puolet on laskettu liikkeeseen Ranskassa, jossa yksityisen sektorin osuus markkinoista on runsaat puolet. Toiseksi suurimmat rahamarkkinat ovat Italiassa, 142 mrd. euroa. Italiassa rahamarkkinat ovat täysin valtion hallitsemat, eikä yksityinen sektori ole laskenut liikkeeseen rahamarkkinapapereita juuri lainkaan. Saksassa rahamarkkinapapereita oli vastaavana aikana liikkeessä runsaan 100 mrd. euron arvosta. Yritysten, rahoituslaitosten sekä valtion osuudet markkinoista olivat lähes yhtä suuret.

Kuvio 2. **Euromaissa liikkeeseen laskettujen rahamarkkinapapereiden määrä maaliskuussa 2004**



Lähde: EKP 2004.

Useimmissa muissa euromaissa rahamarkkinoiden ytimen muodostavat valtion liikkeeseen laskemat velkasitoumuslainat. Euroalueella liikkeeseen lasketuista rahamarkkinapapereista puolet on valtioiden liikkeeseen laskemia velkasitoumuslainoja.[9] Erilaisten rahoituslaitosten osuus markkinoista oli runsas kolmannes. Yritysten liikkeeseen

[8] Euribor ACI-STEP 2003.
[9] EKP 2004c.

laskemien yritystodistusten markkinat ovat Euroopassa suppeat. Yritystodistusten osuus euroalueen rahamarkkinoista oli maaliskuussa 2004 vain runsas 10 %. Tämä kuvastaa osaltaan Euroopan rahoitusmarkkinoiden pankkikeskeisyyttä. Yritysten lyhytaikainen rahoitus hankitaan pääosin rahoituslaitoksilta eikä markkinoilta, kuten esimerkiksi Yhdysvalloissa.

Suuret eurooppalaiset yritykset nostavat kansallisten rahamarkkinoiden ohella lyhytaikaista rahoitusta myös kansainvälisiltä yritystodistusmarkkinoilta (Euro Commercial Paper -markkinat) erilaisten velkaohjelmien kautta. Vuonna 2002 euro nousi ECP-markkinoiden tärkeimmäksi liikkeseenlaskuvaluutaksi ohi Yhdysvaltojen dollarin.[10]

3.3.2 Joukkovelkakirjamarkkinat

Joukkovelkakirjamarkkinat ovat Euroopassa keskittyneet valtioiden liikkeeseen laskemiin obligaatioihin. Muutamassa maassa, kuten Saksassa, Ruotsissa ja Tanskassa, myös asunto- ja kiinteistörahoitukseen tarkoitettujen kiinnitysluotto-obligaatioiden markkinat ovat melko laajat.

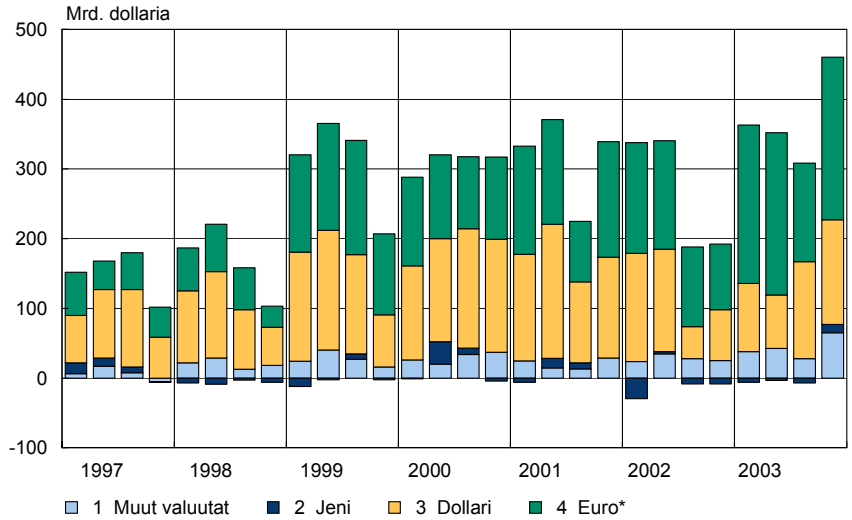
Euron käyttöönoton jälkeen euroalueen joukkovelkakirjamarkkinoiden kasvu nopeutui selvästi. Erityisesti yksityisen sektorin emissiot ovat lisääntyneet. Yhtenäisen valuutta-alueen ohella markkinoiden kasvua vauhdittivat mm. eurooppalaisten teleoperaattoreiden investointien huomattavat rahoitustarpeet sekä useat yritysjärjestelyt Euroopassa. Eurooppalaisten joukkovelkakirjamarkkinoiden kasvu on näkynyt myös riskiluokiteltujen lainojen nopeana kasvuna. Vuonna 1990 Standard & Poor's luokitteli vajaat 100 eurooppalaista liikkeeseenlaskijaa. Siirryttäessä käyttämään euroa luokiteltujen liikkeeseenlaskijoiden lukumäärä kasvoi yli 500:n ja vuoden 2003 lopussa jo yli 900 liikkeeseenlaskijan.[11]

Kansainvälisillä joukkolainamarkkinoilla euromääräiset joukkovelkakirjaemissiot ovat nostaneet euron Yhdysvaltojen dollarin jälkeen toiseksi suurimmaksi emissiovaluutaksi (kuvio 3). Ennen vuotta 1999 rahaliittoon kuuluvien maiden valuuttojen osuus kansainvälisten joukkovelkakirjamarkkinoiden emissioista oli vajaa viidennes. Euron käyttöönoton jälkeen osuus on kasvanut tasaisesti ja oli vuoden 2003 ensimmäisellä neljänneksellä noin 30 %.[12] Dollarin osuus on hieman

[10] EKP 2003c.
[11] Standard & Poor's 2004.
[12] EKP 2003d.

pienentynyt viimeisen kymmenen vuoden aikana, mutta on edelleen lähes puolet kansainvälisistä joukkovelkakirjaemissioista.

Kuvio 3. **Kansainväliset velkapapereiden liikkeeseenlaskut, netto**



*Euroiksi muuttuneet valuutat ennen vuotta 1999.
Lähde: BIS.

Euroalueen kansalliset joukkovelkakirjamarkkinat ovat ripeästä kasvusta huolimatta edelleen merkittävästi pienemmät kuin esimerkiksi Yhdysvaltojen vastaavat markkinat. Selkeimmin ero näkyy, kun tarkastellaan yrityslainamarkkinoita.

Euroopan joukkovelkakirjamarkkinat eroavat Yhdysvaltojen markkinoista ennen kaikkea siinä, että Euroopassa yritykset hankkivat velkarahoitusta ensisijaisesti rahoituslaitoksista eivätkä raha- ja joukkovelkakirjamarkkinoilta kuten Yhdysvalloissa. Laajimmat yrityslainamarkkinat ovat Ranskassa, jossa näillä markkinoilla on pitkät perinteet.

Valtioiden obligaatiomarkkinat ovat sen sijaan varsin kehittyneet myös Euroopassa. Valtioiden lainamarkkinat ovat myös se joukkovelkakirjamarkkinoiden osa-alue, jolla integraatio on edennyt pisimmälle. Kilpailu sijoittajista yhtenäisti euroalueen valtioiden pitkäaikaisten lainojen markkinakäytäntöjä heti euron käyttöönoton jälkeen vuonna 1999. Korkokäytännöt yhtenäistyivät, valtiot ryhtyivät julkaisemaan emissiokalentereita, ja emissioita ryhdyttiin keskittämään etenkin pienten valtioiden osalta muutamiin viitelainoihin, joilla pyritään ta-

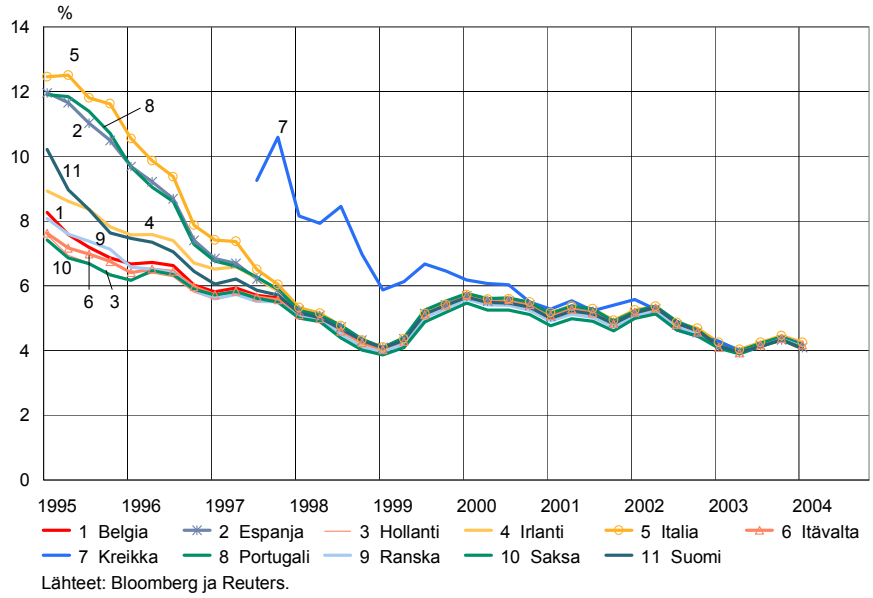
kaamaan hyvä likviditeetti. Valtioiden lainamarkkinoiden keskittymistä aiempaa suurempiin emissioihin samoin kuin markkinoiden yhtenäistämistä on osaltaan edistänyt myös se, että Saksaa lukuun ottamatta euromaiden lainojen kaupankäynti on keskittynyt EuroMTS -kaupankäyntijärjestelmiin.[13] EuroMTS-järjestelmä vaatii emission määräksi vähintään 5 miljardia euroa, jotta laina otetaan järjestelmään mukaan.

Markkinoiden likviditeettiä parantaa myös se, että kaikissa muissa euromaissa paitsi Saksassa valtion lainamarkkinoilla on käytössä ns. markkinatakausjärjestelmä. Useat suuret pankit toimivat markkinatakaajina lähes kaikissa euromaissa, ja myös tämä on osaltaan parantanut markkinoiden toimintaa ja yhtenäistänyt emissiokäytäntöjä.

Euroalueen valtioiden lainamarkkinoiden yhtenäistymisestä huolimatta markkinoiden täydellisen integroitumisen tiellä on vielä esteitä, eikä euromarkkinoille ole muotoutunut euromaiden yhtenäistä korkokäyrää rahamarkkinakorkojen tapaan. Yhteiseen rahapolitiikkaan siirtymisen johdosta euroalueen valtioiden pitkät korot ovat kuitenkin konvergoituneet varsin lähelle toisiaan. Korkoerot vaihtelevat erilaisten riskitekijöden, likviditeettierojen ja muiden tekijöiden mukaan 20–30 peruspisteen välillä (kuvio 4). Pitkien korkojen markkinoilla viitekorkokäyränä käytetäänkin ns. swapkorkokäyrää.

[13] Esim. Suomen valtion viitelainojen kaupankäynti on keskittynyt (= MTS Finland -järjestelmään).

Kuvio 4. **Euroalueen valtioiden 10 vuoden korko**



Lähteet: Bloomberg ja Reuters.

Valtioiden lainamarkkinoiden ohella toinen joukkovelkakirjamarkkinoiden osa-alue, jolla markkinoiden integroituminen on käynnistynyt suotuisasti, on asuntorahoitukseen tarkoitettujen obligaatioiden markkinat. Esimerkiksi Saksassa asunto- ja kiinteistökauppoja on rahoitettu jo yli sadan vuoden ajan kiinteistöpankkien liikkeeseen laskemilla joukkovelkakirjalainoilla. Saksan ns. Pfandbrief-lainsäädäntö onkin unionissa ollut jo usean jäsenmaan esikuvana näiden kehittäessä rahoitusmarkkinoiden lainsäädäntöä. Samalla lainsäädäntöä, myös Saksassa, on muutettu siten, että lainan vakuutena olevien kiinteistöjen on sijaittava EU-maassa, kun aikaisempi vaatimus oli, että vakuuden on oltava kotimaasta.

Yritysten joukkovelkakirjamarkkinat ovat Euroopassa edelleen pienet ja epäyhtenäiset. Yrityslainamarkkinoiden merkitys vaihtelee maittain (taulukko 2). Ranskassa yrityslainojen kanta suhteessa koko maan joukkovelkakirjamarkkinoihin on noin kuudennes. Suomessa yritysten liikkeeseen laskemien joukkolainojen osuus koko joukkovelkakirjalainakannasta on runsas 10 %.

Taulukko 2. **Kotimaassa liikkeeseen laskettujen joukkovelkakirjojen määrä maaliskuussa 2004**

	Yhteensä, mrd. euroa	Yrityslainat, %	Rahoitus-laitokset, %	Valtio, %
Belgia	306,4	7,0	19,1	73,9
Espanja	485,3	1,9	38,1	60,1
Hollanti	724,0	5,6	68,9	25,4
Irlanti	29,7	n/a	n/a	n/a
Italia	1 572,1	2,4	33,9	63,6
Itävalta	234,0	5,4	45,3	49,3
Kreikka	138,3	0,6	0,7	98,6
Luxemburg	29,3	n/a	98,6	1,4
Portugali	96,5	7,7	31,0	61,2
Ranska	1 329,2	16,7	27,4	55,9
Saksa	2 367,3	2,5	58,2	39,2
Suomi	61,2	12,7	17,5	69,8
Euroalue	7 373,3	5,7	43,3	51,0
Yhdysvallat	17 487,5	20,0	n/a	n/a

n/a = Tiedot puuttuvat.
Lähteet: EKP ja Bond Market Association.

Manner-Euroopassa yritysrahoitus on perinteisesti kanavoitunut rahoituslaitosten kautta. Euron laajennettua emissiomarkkinat koko euroalueen suuruisiksi yritysten kiinnostus markkinoilta hankittavaa rahoitusta kohtaan on lisääntynyt. Suurien yrityslainojen myynti on laajentunut kotimarkkinoilta euroalueelle. Tämä on merkinnyt sitä, että yritysten riskiluokitukset ovat euromaissa lisääntyneet huomattavasti viimeisen viiden vuoden aikana. Tämä puolestaan on luonut aikaisempaa paremmat edellytykset joukkolainaemissioille.

Sijoittajien näkökulmasta euroalue on luonut institutionaalisille sijoittajille edellytykset kohdentaa korkosijoituksiaan aikaisemmista kotimaisista sijoituksista koko euroalueelle. Esimerkiksi eläkerahastojen ulkomaisia sijoituksia tai valuuttakurssiriskin ottamista on useassa euromaassa säädelty hyvinkin tiukasti. Tämän seurauksena eläkerahastojen korkosijoitukset suuntautuivat useissa maissa pitkään pelkästään kotimaahan. Tilanteen muututtua sijoitukset ovat yhä useammin suuntautuneet koko euroalueelle.

Euroopan yrityslainamarkkinat ovat monipuolistuneet myös siinä mielessä, että ns. high-yield-yrityslainojen liikkeeseenlaskut ovat lisääntyneet. Esimerkiksi Standard & Poor's on viimeisen viiden vuoden aikana luokitellut runsaat 180 uutta high-yield-lainan liikkeeseen-

laskijaa. Euroa edeltäneinä vuosina vastaavia luokituksia oli vajaat 100.

Suomen ohella useassa muussakin euromaassa yritysemissioiden vuosittainen määrä on vähäinen ja lainamarkkinoiden merkitys esimerkiksi investointien rahoituksessa pieni. Kaikista euroalueella liikkeeseen lasketuista pitkäaikaisista joukkovelkakirjoista yrityslainojen osuus oli maaliskuussa 2004 vain vajaat 6 %. Yhdysvalloissa vastaava osuus on lähes viidennes joukkovelkakirjalainakannasta.

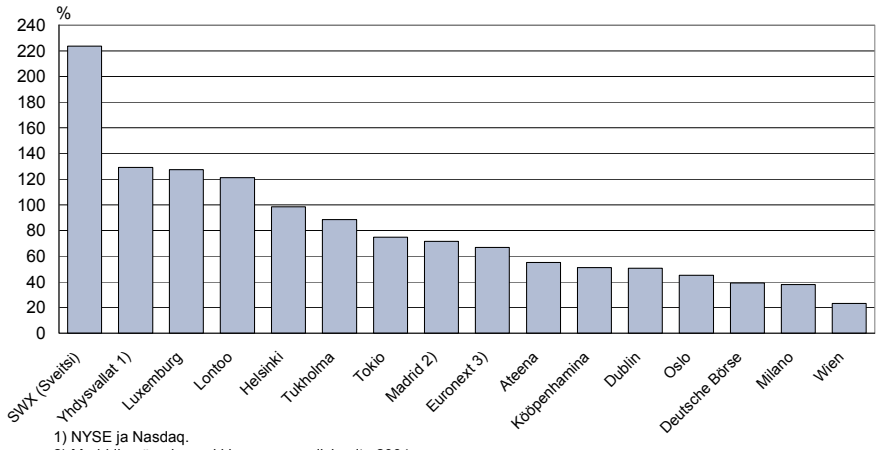
Euroalueen yrityslainamarkkinoiden yhtenäistämistä haittaavat mm. markkinakäytäntöjen epäyhtenäisyys sekä yhteisen kaupankäyntipaikan puuttuminen. EuroMTS ei ole ainakaan vielä muotoutunut yrityslainojen kauppapaikaksi. Kauppapaikan vaatimus 5 mrd. euron lainakoosta on yksi keskeinen syy siihen, että yrityslainojen kaupankäyntiä EuroMTS:ssä ei ole aloitettu.

3.3.3 Osakemarkkinat

Pääomanliikkeiden vapautuminen ja institutionaalisten sijoittajien rajoitusten poistuminen, tekninen kehitys, kansainvälisen kaupankäynnin lisääntyminen ja yritystoiminnan globaalistuminen sekä useat muut tekijät ovat vähentäneet kansallisten tekijöiden merkitystä osakemarkkinoilla. Lisäksi euron käyttöönotto on omalta osaltaan vauhdittanut osakemarkkinoiden integroitumista euroalueella.

Muiden arvopaperimarkkinoiden tapaan myös osakemarkkinat ovat hyötyneet yhteisen rahan käyttöönotosta ja laajentuneet sen jälkeen. Vaikka Euroopan ja euroalueen osakemarkkinoiden koko on edelleen huomattavasti pienempi kuin esimerkiksi Yhdysvaltain, markkinat ovat kuitenkin kasvaneet selvästi nopeammin Euroopassa kuin Yhdysvalloissa.

Kuvio 5. **Osakemarkkinoiden markkina-arvot huhtikuun 2004 lopussa, % BKT:stä***



1) NYSE ja Nasdaq.
2) Madridin pörssin markkina-arvo maaliskuulta 2004.
3) Euronextin markkina-arvo on suhteutettu Belgian, Alankomaiden, Ranskan ja Portugalin yhteenlaskettuun BKT:hen.
*) BKT-luvut ovat Euroopan komission ennusteita vuodelle 2004.
Lähteet: Eurostat, Suomen Pankki ja World Federation of Exchanges.

Euroopan osakemarkkinoiden kasvua ja kehitystä ovat leimanneet useat tekijät. Osakemarkkinoiden voimakkaan kasvun vuosina vuosituhannen vaihteessa Euroopassa perustettiin useita uusia kauppapaikkoja. Erityisesti pienehköille yrityksille tarkoitettujen New Market -tyyppisten listojen tai kauppapaikkojen määrä lisääntyi noina vuosina. Perinteisten pörssien toimintaa ovat EMUn kolmannen vaiheen aikana leimanneet enemmän pörssien lisääntynyt yhteistyö ja verkostuminen kuin varsinaiset fuusiot. Merkittäviä fuusioita on euroaikana tehty muutamia. Belgian, Hollannin ja Ranskan pörssit yhdistyivät vuonna 2000 Euronext-nimiseksi pörssiksi. Myöhemmin Euronextiin liittyi myös Lissabonin pörssi. Toinen huomattava yhdistymishanke oli Deutsche Börsen ympärille syntynyt Clearstream-ryhmittymä. Kolmantena laajempana yhdistymishankkeena on Helsingin ja Tukholman pörssin yhdistyminen keväällä 2003 (luku 5).

Pörsseissä osakemarkkinoiden laajentuminen ja yhdentyminen on näkynyt esimerkiksi välitystoiminnan kansainvälistymisenä. Sijoitusten laajentuminen koko Euroopan laajuisiksi, tekninen kehitys sekä erityisesti se, että sijoituspalveluja voidaan ETA-maissa tarjota koko alueen laajuisesti, on lisännyt ns. etävälittäjien roolia Euroopan pörsseissä. Tätä kehitystä kuvaava esimerkki on Helsingin pörssin välitystoiminnan kansainvälistyminen. Kansainvälisiä sijoittajia kiinnostava Nokia on tuonut Helsingin pörssiin lukuisia ulkomailta käsin toimivia etävälittäjiä. Toukokuun 2004 lopussa HEXissä toimivista 44 välittä-

jästä 28 oli etävälittäjiä ja niiden markkinaosuus osakekaupasta on kasvanut jo yli 50 prosentin.

Euron käyttöönoton vaikutukset osakemarkkinoiden kannalta ovat ehkä selkeimmin havaittavissa sijoitustoiminnan eurooppalaistumisessa. Institutionaalisten sijoittajien, kuten eläkerahastojen, sijoitustoiminnan sääntelyä on muutettu tai ollaan muuttamassa (lisäeläkedirektiivi) siten, että aikaisemmat rajoitukset ulkomaisiin sijoituksiin ovat – ainakin euroalueen osalta – poistumassa. Tämä on näkynyt etenkin pienissä maissa toimivien eläkerahastojen sijoitustoiminnan kotikutoisuuden (home bias) vähenemisenä.[14] Sama kehitys on havaittavissa myös esimerkiksi henkivakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnassa.

Sijoitustoiminnan riskien hajauttamisen periaatteet ovat ainakin osittain muuttuneet euron käyttöönoton jälkeen siten, että maariskien hajauttamisen sijasta osakeriskien hajauttamisen yhdeksi lähtökohdaksi on otettu toimialakohtainen hajauttaminen. Tämä kehityssuunta on maailmanlaajuinen, mutta yhtenäinen valuutta-alue on vahvistanut käytäntöä.[15] Lisäksi euron käyttöönoton yhteydessä ryhdyttiin heti laskemaan useita uusia euroalueen laajuisia toimialakohtaisia osakeindeksejä. Suomalaisille yrityksille tämä on merkinnyt sitä, että ainoastaan markkina-arvoltaan suurimpien yritysten osakkeet ovat mukana näissä uusissa euroalueen laajuisissa kokonais- tai toimialaindekseissä. Euroalueen laajuisia osakeindeksejä laskevat mm. Bloomberg, Dow Jones, FT, Morgan Stanley Capital International ja Standard & Poor's.

Yhtenäisen valuutta-alueen laajuisten osakemarkkinoiden on todettu pienentävän sijoittajien vaatimaa riskipreemiota kansallisiin osakemarkkinoihin verrattuna.[16] Adjaouté ja Danthine ovat tutkimuksessaan osoittaneet, että osakekurssien vaihtelut ovat huomattavasti suuremmat kansallisilla markkinoilla kuin euroalueen laajuisilla osakemarkkinoilla. Osakemarkkinoiden yhtenäistyminen on johtanut pääomakustannusten pienenemiseen ja samalla parantanut euroalueen talouksien kasvuedellytyksiä. Hardouvelis et al. ovat puolestaan päätyneet tutkimuksessaan tulokseen, jonka mukaan pääomakustannukset ovat toimialasta riippuen Euroopassa pienentyneet 0,3–3 prosenttiyksikköä.[17]

Euroalueen osakemarkkinoiden integroitumista voidaan mitata myös siitä näkökulmasta, miten osakesijoittajien salkkujen koostumus on muuttunut euron käyttöönoton jälkeen. Euroopan pörssien yhdis-

---

[14] Adam – Japelli – Menichini – Padula – Pagano 2002.
[15] EKP 2001.
[16] Adjaouté – Danthine 2003.
[17] Hardouvelis – Mallioropulos – Priestley 2004.

tyksen[18] mukaan ulkomaisten (non-resident) sijoittajien merkitys on lisääntynyt kotimaisten sijoittajien kustannuksella useimmissa Euroopassa maissa. Osakesijoitusten kansainvälistymisen trendi voimistui jo 1990-luvulla, ja Euroopassa yhteisen rahan käyttöönotto vahvisti käynnissä ollutta kehitystä. Euroalueella sijaitsevien institutionaalisten sijoittajien osakesijoitukset ovat suuntautuneet kansallisten markkinoiden sijasta entistä laajemmin koko euroalueelle. Sen sijaan euroalueen ulkopuolella sijaitsevien institutionaalisten sijoittajien, kuten englantilaisten ja ruotsalaisten, osakesijoituksissa ei ole havaittu vastaavaa hajauttamista koko euroalueelle.[19] Vaikka euroalueen kotitalouksien kiinnostus osakesijoittamista kohtaan on lisääntynyt, kotitalouksien suorat osakesijoitukset ovat vielä vahvasti kotimaahan suuntautuneita. Piensijoittajien ulkomaisia osakesijoituksia hillitsevät mm. informaation hankinnan vaivat ja kulut sekä ulkomaisiin sijoituksiin liittyvät suuret kustannukset.[20] Ulkomaisia suoria osakesijoituksia ovat joissakin maissa saattaneet hillitä myös näihin sijoituksiin liittyvät suuremmat verot. Piensijoittajien kannalta osakemarkkinoiden syvemmän yhdentymisen tiellä on vielä näin ollen ainakin sijoitusten kustannuksiin liittyviä esteitä. Suurimmat ja samalla useimmissa Euroopan pörsseissä toimivat välittäjät eivät ainakaan vielä ole liiemmin kiinnostuneita yksityisistä sijoittajista asiakkaina. Tämä hidastanee maiden rajojen yli suuntautuvan sijoittamisen kustannusten vähenemistä ja osakemarkkinoiden integroitumista kotitalouksien näkökulmasta (luku 5).

3.3.4 Johdannaiset

Yhteisen rahan käyttöönotto on aiheuttanut johdannaismarkkinoilla huomattavia muutoksia. Johdannaispörsseissä noteerattujen ja euroalueen laajuisten johdannaistuotteiden kaupankäynti on rahaliiton myötä keskittynyt suurimpiin johdannaispörsseihin eli Euronextiin, Eurexiin ja Liffeen. Euroalueen kansallisten valuuttojen poistuminen aiheutti valuuttajohdannaismarkkinoiden voimakkaan supistumisen sekä johdannaispörsseissä että OTC-markkinoilla.

Kansallisten viitekorkojen katoaminen on puolestaan vähentänyt korkojohdannaistuotteiden lukumäärää euroalueella. Samalla kansal-

[18] FESE 2002.
[19] Hartman – Maddaloni – Manganelli ja EKP 2003.
[20] Guiso – Haliassos – Jappelli 2003.

listen johdannaispörssien vaihto on useimmissa euromaissa vähentynyt voimakkaasti tai loppunut lähes kokonaan.

Vaikka korko- ja valuuttariskit vähenivät kansallisten korkojen ja valuuttojen poistumisen jälkeen, muut riskit, kuten esimerkiksi luottoriskit, ovat vastaavasti nousseet aikaisempaa keskeisimmiksi. Tämä on merkinnyt uusien johdannaistuotteiden käyttöönottoa niin euroalueella kuin globaaleilla rahoitusmarkkinoilla. Esimerkki tällaisista uusista tuotteista ovat luottojohdannaiset, joiden markkinat ovat kasvaneet ripeästi myös Euroopassa. Luottojohdannaiset ovat sopimuksia, joiden hinta on sidoksissa kohteena olevan yrityksen tai rahoituslaitoksen luottoriskiin. Ne voivat olla esimerkiksi swap-, futuuri- tai optiosopimuksia, joilla omaisuuseriin liittyvät luottoriskit ja kyseisiin omaisuuseriin liittyvät tuotot voidaan siirtää eri osapuolien välillä ilman, että alkuperäisen omaisuuserän omistussuhdetta muutetaan.

Korkojohdannaiset

Rahaliiton myötä sekä lyhyisiin että pitkiin korkoihin perustuvat korkojohdannaisten markkinat ovat keskittyneet voimakkaasti. Lyhyen koron johdannaismarkkinoilla otettiin heti vuoden 1999 alusta lukien käyttöön euriborkorkoihin perustuvat korkojohdannaiset.

Euromääräisten korkojohdannaisten OTC-markkinoilla vaihdetuimpia tuotteita ovat korkoswapit.[21] Euromääräisten korkoswapmarkkinoiden kasvu on ollut erittäin ripeää. Eoniakorosta on tullut korkoswapkaupankäynnin tärkein viitekorko. Euron käyttöönoton alkuaikoina euribor oli keskeisin viitekorko swapmarkkinoilla. Eripituisten korkoswapien tuottokäyrästä on tullut euroalueen eripituisten pitkien korkojen viitekorkokäyrä valtion obligaatiokorkojen sijasta.

Uusin tuote on sekä Eurexissa että Liffessä noteerattu eoniakorkoon perustuva korkofutuuri. Pitkien korkojen johdannaiset, käytännössä valtioiden 10 vuoden obligaatiokorkoihin perustuvat korkotermiinit, ovat johdannaispörsseissä keskittyneet Saksan ja Ranskan valtionobligaatioihin perustuviin tuotteisiin.

Lyhyisiin korkoihin perustuvien korkotermiini- ja korkofutuurisopimusten markkinat ovat myös kasvaneet euroaikana nopeasti. Samalla kansallisten markkinoiden merkitys on käytännössä lähes hävinnyt. Vakioitujen sopimusten kaupankäynti Euroopan johdannaispörsseissä on keskittynyt vahvasti euromääräisiin sopimuksiin, ja muiden valuuttojen, kuten punnan, aikaisempi lähes euron suuruinen markkinaosuus

[21] EKP 2003c.

on supistunut merkittävästi. Euron osuus korkotermiinien ja -futuurien markkinoista oli vuonna 2002 noin kolme neljäsosaa Liffen vaihdosta.[22]

Obligaatioihin perustuvat korkojohdannaismarkkinat muuttuivat euron käyttöönoton jälkeen samaan tapaan kuin lyhyisiin korkoihin perustuvat johdannaismarkkinat. Kansalliset, pitkiin korkoihin perustuvat johdannaismarkkinat menettivät asemansa joko Saksan tai Ranskan valtion 10 vuoden korkoon perustuville korkojohdannaisille. Useimmissa maissa, kuten Suomessakin, vakioitujen eli pörssissä noteerattujen pitkien korkojen johdannaismarkkinat siirtyivät kokonaan Eurexiin, Euronextiin tai Liffeen.

Osakejohdannaiset

Osakemarkkinoiden uudet, euroalueen laajuiset indeksit, kuten Dow Jones Euro Stoxx 50, otettiin johdannaispörsseissä käyttöön heti osakeindeksijohdannaisten perustaksi. Samalla kansalliset indeksituotteet syrjäytyivät muutamia poikkeuksia lukuun ottamatta kokonaan. Myös yksittäisiin osakkeisiin perustuvat johdannaiset ovat voimakkaasti keskittyneet Eurexiin, Euronextiin tai Liffeen. Osakkeisiin pohjautuvien johdannaisten markkinat ovat edelleen kuitenkin niiden perustana olevien markkinoiden tapaan Euroopassa selvästi pienemmät kuin Yhdysvalloissa. Kansallisissa johdannaispörsseissä noteerataan lähinnä pienien yhtiöiden osakkeisiin perustuvia tuotteita. Viime vuosina useissa kansallisissa pörsseissä on ryhdytty noteeraamaan yksittäisten yritysten osakkeisiin perustuvia warrantteja.

3.3.5 Sijoitusrahastotoiminta ja muut institutionaaliset sijoittajat

Kotitalouksien rahoitusvarat ovat Euroopassa perinteisesti kanavoituneet pankkitalletuksiin sekä useissa maissa myös obligaatiomarkkinoille. Sijoitusrahastosäästäminen on muutamia poikkeuksia, kuten Iso-Britannia, Ranska ja Ruotsi, lukuun ottamatta ollut Euroopassa vähäistä. Myös yksilölliseen eläkesäästämiseen suuntautuneet varat ovat Euroopassa jääneet keskimäärin vähäisiksi kotitalouksien luottaessa lakisääteisten eläkejärjestelmien kestävyyteen. Nämä tekijät yhdessä vähäisen osakesäästämisen kanssa ovat syynä siihen, että viime

[22] EKP 2003c.

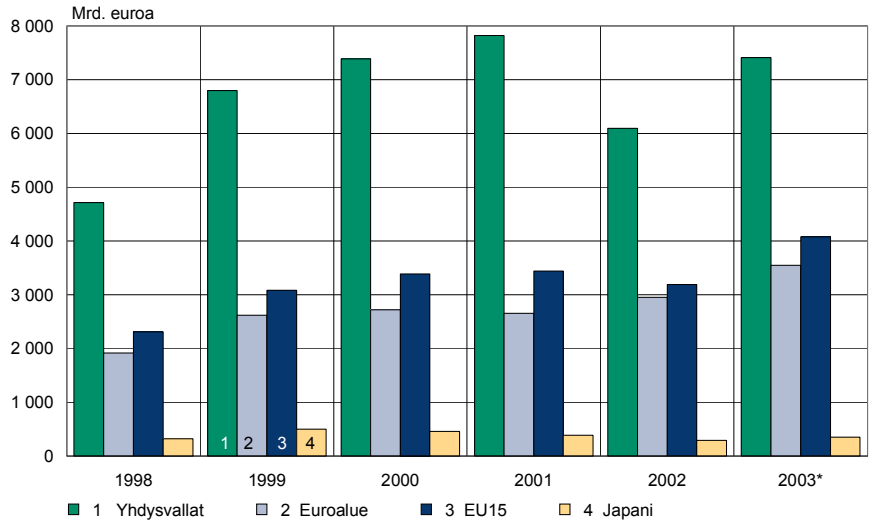
vuosien nopeasta kasvusta huolimatta sijoitus- ja eläkerahastosäästäminen on Euroopassa jäänyt huomattavasti vähäisemmäksi kuin Yhdysvalloissa.

Säästäminen on kuitenkin viime vuosina muuttunut Euroopassa, ja tämä on näkynyt sekä sijoitusrahastojen että eläkerahastojen kasvun nopeutumisena. Tätä muutosta on omalta osaltaan ollut vauhdittamassa myös Euroopan väestön ikääntyminen. Keskustelu lakisääteisten eläkejärjestelmien kestävyydestä sekä eläke-etujen leikkaukset ovat lisänneet kotitalouksien varautumista tuleviin eläkemenoihin, ja tämä puolestaan on lisännyt kotitalouksien pitkäaikaissäästämistä.

Sijoitusrahastot

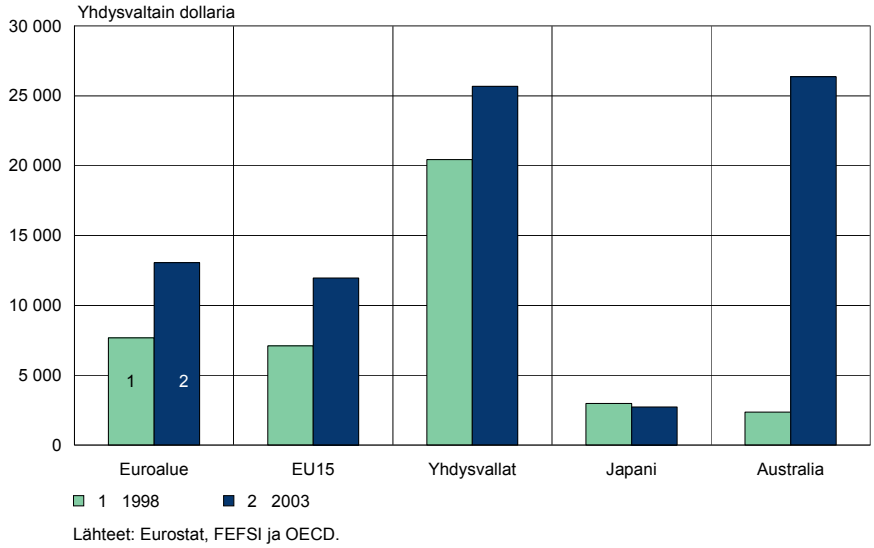
Sijoitusrahastojen kasvuvauhti onkin Euroopassa ollut viimeisen viiden vuoden aikana selvästi nopeampi kuin Yhdysvalloissa (kuvio 6). Useassa Euroopan maassa, kuten esimerkiksi Suomessa, kiinnostus rahastosijoittamista kohtaan on lisääntynyt ripeästi ja aikaisemmin suppeat markkinat ovat kasvaneet huomattavasti kansantalouden kasvua nopeammin. Yhdysvalloissa rahastomarkkinoiden perinteet ulottuvat jo vuosikymmenien taakse, mikä näkyy mm. siinä, että sijoitusrahastojen kasvu on vakiintunut kansantalouden reaalikasvun tasolle (kuvio 7).

Kuvio 6. **Sijoitusrahastopääomat Yhdysvalloissa, EU15:ssä, euroalueella ja Japanissa**



* Hollannin tiedot vuodelta 2003 puuttuvat EU-maiden tiedoista.
Lähde: FEFSI.

Kuvio 7. **Rahastopääomat asukasta kohden euroalueella, EU15:ssä, Yhdysvalloissa, Japanissa ja Australiassa**



Lähteet: Eurostat, FEFSI ja OECD.

Sijoitusrahastojen merkitys Euroopan eri maissa vaihtelee huomattavasti. Euroalueen kotimaisten sijoitusrahastojen koko oli vuoden 2003 lopussa noin puolet alueen BKT:stä. Euroalueen sijoitusrahastojen varoista kaksi kolmasosaa on keskittynyt Irlantiin, Luxemburgiin ja Ranskaan. Irlannissa ja etenkin Luxemburgissa sijaitseviin rahastoihin ovat sijoittaneet runsaasti varoja ulkomaiset sijoittajat. Näiden kahden maan sijoitusrahastojen ripeän kasvun keskeinen syy on rahastojen muita maita edullisempi verokohtelu sekä myös sääntelyn selkeys. Irlannissa ja Luxemburgissa sijaitsevien rahastojen kasvu kuvastaa kuitenkin osaltaan myös sijoitustoiminnan kansainvälistymistä ja yhdentymistä euroalueella yhteisen rahan käyttöönoton jälkeen.

Muista maista Ranskassa sijoitusrahastojen merkitys on ollut jo pitkään huomattava ja sijoitusrahastoissa olevien varojen suhde talouden kokoon oli vuonna 2003 samaa tasoa kuin Yhdysvalloissa.

Euroopassa rahastosijoittamisen painopiste on enemmän erilaisissa korkorahastoissa, ja tässä suhteessa eurooppalainen rahastosijoittaminen eroaa selvästi Yhdysvaltojen sijoitusrahastomarkkinoista. Euroalueen osakerahastojen kasvu oli kuitenkin vuosituhannen vaihteessa nopeaa, kun kiinnostus osakesijoittamista kohtaan lisääntyi osakekurssien nopean nousun aikana. Osakesijoittamisen lisääntymisen myötä sijoitustoiminta on Euroopassa kansainvälistynyt siinä mielessä, että

pelkästään kotimaahan sijoittavien osakerahastojen rahastopääomien suhteellinen osuus on yhteisen rahan aikana pienentynyt selvästi.

Sijoitusrahastotoiminnan yhdentyminen Euroopassa on kaikesta huolimatta vielä alkutaipaleella ja rahastomarkkinoiden kehitysnäkymät ovat monessakin suhteessa valoisat. Jos markkinoita tarkastellaan siitä näkökulmasta, kuinka paljon rahastoihin sijoitetaan maiden rajojen yli, Euroopan rahastomarkkinoita ei voi vielä pitää yhdentyneinä. Pääosa rahastosijoituksista tehdään edelleenkin kotivaltiossa sijaitseviin rahastoihin. Kansalliset sijoitusrahastomarkkinat ovat Euroopassa vielä hyvin fragmentoituneet, ja tämä näkyy mm. siinä, että vaikka Euroopan yhteenlaskettu rahastopääoma on vain runsaat puolet Yhdysvalloissa olevista rahastopääomista, on sijoitusrahastojen lukumäärä Euroopan yhteisön alueella yli kolminkertainen Yhdysvaltain määrään verrattuna. Pääomien keskimääräinen määrä yhdessä rahastossa on siten Euroopassa merkittävästi pienempi kuin Yhdysvalloissa. Tämä merkitsee sitä, että vielä kansallisesti fragmentoituneiden rahastomarkkinoiden kustannukset ovat Euroopassa varsin suuret. Sijoitusrahastomarkkinoiden pysymistä vahvasti kansallisina on tukenut se, että kotimarkkinoilla toimivilla pankeilla ja vakuutusyhtiöillä on konttoriverkostonsa ansiosta vahva asema markkinoitaessa rahastoja yleisölle. Sähköinen sijoittaminen toisessa maassa sijaitsevaan rahastoon esimerkiksi Internetin kautta on vielä alkutaipaleella. Rahastosijoittamisen verokäytännöt vaihtelevat Euroopassa huomattavasti maittain, ja tämä on aiheuttanut sen, että rahastosijoitukset maasta toiseen ovat Euroopassa keskittyneet joko Irlantiin tai Luxemburgiin niiden kevyemmän verotuksen vuoksi.

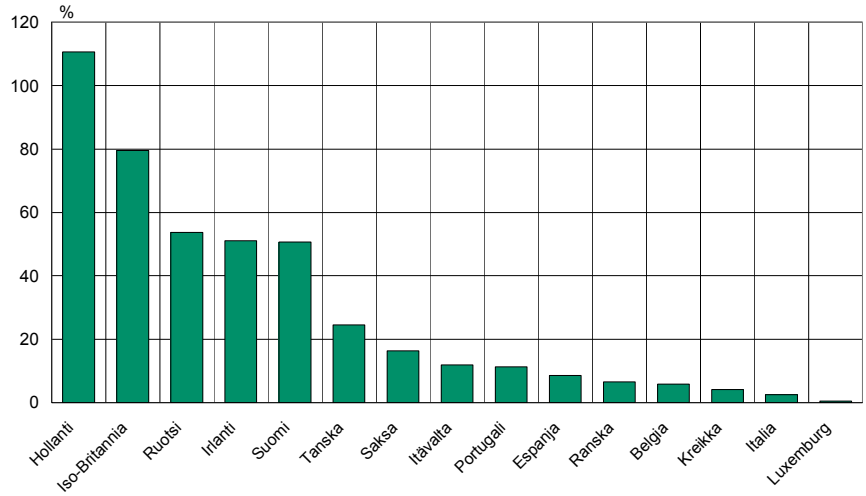
Sijoitusrahastomarkkinoiden integraation lisääntyminen tulevaisuudessa hyödyntää rahastosijoittajia monin eri tavoin. Ensinnäkin rahastojen keskikoon kasvaessa kustannukset pienenevät. Toiseksi kun esimerkiksi sijoittaminen Internetin kautta kasvaa, kilpailu Euroopan rahastomarkkinoilla lisääntyy huomattavasti, ja tämä alentaa myös osaltaan rahastosijoittamisen kustannuksia. Kolmanneksi rahastotarjonnan maasta toiseen lisääntyessä kasvavat sijoittajien valintamahdollisuudet. Sääntelyn osalta sijoitusrahastomarkkinoiden syvemmälle yhdentymiselle ei ole merkittäviä esteitä. Kehittämistarpeita on kuitenkin esimerkiksi kuluttajansuojan yhtenäistämisessä ja selkeyttämisessä.

Eläkerahastot ja henkivakuutusyhtiöt

Eläkerahastoihin kertyneiden varojen määrä on useimmissa Euroopan unionin jäsenmaissa vähäinen. Euroopan maiden eläkejärjestelmät ovat useimmiten rahastoimattomia. Tämän vuoksi eläkerahastoissa olevien varojen määrä on pieni muutamia maita lukuun ottamatta. Vuonna 2000 euroalueen maiden eläkerahastojen koko suhteessa alueen talouden kokoon eli BKT:hen oli vain 16 %. Poikkeuksen muodostaa Hollanti, jossa eläkevaroja on rahastoitu jo pitkään ja jossa varojen määrä onkin maan bruttokansantuotetta suurempi (kuvio 8). Myös Suomessa eläkerahastot ovat merkittävästi euroalueen keskimääräistä suuremmat. Vuonna 2000 suomalaisten rahastojen varat olivat runsas puolet bruttokansantuotteesta. Väestön ikääntyminen ja eläkekustannusten nousu ovat lisänneet varautumista tulevia eläkemenoja kohtaan Euroopassa viimeisten vuosien kuluessa. Eläkerahastojen kasvu on lisännyt arvopaperimarkkinoille suuntautuneiden sijoitusten määrää ja samalla parantanut myös arvopaperimarkkinoiden likviditeettiä. Eläkerahastojen kasvun odotetaan jatkuvan Euroopassa.

Euroopan unionin vanhoissa jäsenmaissa (EU15) eläkevarojen määrä suhteessa bruttokansantuotteeseen kasvaa selvästi suuremmaksi kuin euroalueella eli 31 prosenttiin, koska sekä Isossa-Britanniassa että Ruotsissa eläkevaroja on rahastoitu pitkään (kuvio 8).

Kuvio 8. **Eläkerahastojen varat 15 EU-maassa, % BKT:stä**



Lähteet: European Federation for Retirement Provision, Eurostat, TELA ja Suomen Pankki.

Eläkerahastojen sijoitukset ovat muutamaa maata lukuun ottamatta keskittyneet kotimaisiin sijoituksiin. Keskeisin syy tähän on ollut sijoitustoiminnan tiukka sääntely, jossa esimerkiksi ulkomaisille sijoituksille on asetettu alhaiset rajat. Tältä osin tilanne on kuitenkin muuttumassa. Euroopan parlamentti ja EU:n neuvosto ovat jo hyväksyneet ns. lisäeläkedirektiivin, jonka säännösten mukaan sijoitustoiminnassa tullaan tulevaisuudessa noudattamaan ns. prudent man -periaatetta eli sijoituksille ei määrätä prosentuaalisia rajoja suhteessa koko sijoitustoimintaan.

Niissä euromaissa, joissa eläkerahastojen ulkomaisia sijoituksia on rajoitettu vain valuuttakurssiriskin suhteen, sijoitustoiminnan keskittyminen kotimaahan (ns. home bias) on vähentynyt yhteisen rahan käyttöönoton jälkeen nopeasti. Erityisesti pienissä euromaissa, joissa arvopaperimarkkinoidenkin koko on pieni, sijoitukset ovat euroaikana suuntautuneet koko euroalueelle yhä laajemmassa määrin. Suuremmissa euromaissa eläkerahastojen sijoitustoiminnan integroituminen koko euroalueelle on sen sijaan ollut vielä hidasta.

Eläkerahastojen toiminta on kansainvälistynyt siinä mielessä heikosti, että eläkerahastopalvelujen tarjonta maasta toiseen on vielä harvinaista Euroopassa.

Henkivakuutusyhtiöt ovat huomattava institutionaalinen sijoittajaryhmä Euroopassa. Niiden sijoitusten rakenne vaihtelee sekä yhtiöittäin että myös maittain. Ulkomaisten sijoitusten osuus koko henkivakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnasta noudattelee eläkerahastojen sijoituksia. Valuuttakurssiriskin vuoksi ulkomaisten sijoitusten merkitys ennen vuotta 1999 oli useimmissa maissa vähäinen. Yhteinen raha sekä osakesijoitusten lisääntyminen vuosituhannen vaihteessa kasvattivat eurooppalaisten henkivakuutusyhtiöiden sijoituksia kotimaasta myös muualle euroalueelle sekä samoin jossain määrin alueen ulkopuolelle.

3.4 Arvopaperimarkkinoiden integraation haasteita

Eurojärjestelmän keskuspankkien näkökulmasta rahamarkkinoiden integraation syvenemisen edistäminen on tärkeä haaste. Laajojen ja toimivien rahamarkkinoiden olemassaolon on katsottu tehostavan mm. rahapolitiikan välittymismekanismia. Toisena näkökulmana euroalueen laajuisten rahamarkkinoiden kehittämisessä on ollut Euroopan keskuspankkijärjestelmässä käytettävän vakuusmateriaalin laajentaminen rahamarkkinapapereiden osalta. Tämän vuoksi EKP ja mark-

kinaosapuolet ovat tehneet yhteistyötä lyhytaikaisten velkapapereiden ehtojen yhtenäistämiseksi.

Yhtenä esimerkkinä Euroopan keskuspankin mukanaolosta rahamarkkinoiden toiminnan edistämisessä on eoniakoron laskenta EKP:ssä. EKP on tehnyt markkinaosapuolten kanssa laajaa yhteistyötä myös ns. ACI STEP -työryhmän kautta arvopaperimuotoisten rahamarkkinoiden kehittämiseksi.

Arvopaperimarkkinoiden sääntelyssä keskeisimpiä haasteita on lainsäädäntötyön nopeuttaminen. Lamfalussy-prosessia (tarkemmin luvussa 7) sovellettiin ensimmäisenä arvopaperimarkkinoiden lainsäädäntötyöhön vuodesta 2002 alkaen. Vuoden 2004 aikana menettelyä on laajennettu myös pankki- ja vakuutussektorin lainsäädäntöön. Vaikka Lamfalussy-prosessi on edistysaskel lainsäädäntötyön tehostamisessa, sitä on kritisoitu raskaaksi ja hitaaksi. Prosessin onnistumista ja käyttökelpoisuutta on tarkoitus arvioida ensimmäisen kerran vuoden 2004 kuluessa.

Useat Euroopan parlamentin ja EU:n neuvoston hyväksymät direktiivit ovat syntyneet hitaasti ja erilaisten kompromissien tuloksena. Siksi ne ovat monelta osin varsin väljiä ja antavat kansalliselle lainsäädännölle edelleen joustavuutta. Seurauksena on ollut, että direktiivien toimeenpanon jälkeenkin kansallisen tason arvopaperimarkkinoiden sääntely on edelleen varsin heterogeenista ja hidastaa arvopaperimarkkinoiden integraatiota. Arvopaperimarkkinoiden integraation kannalta olisi tärkeää, että kansallisen tason lainsäädäntöä kyettäisiin yhtenäistämään nykyistä laajemmin.

Heterogeenisen sääntelyn ohella Euroopan laajuisten rahoituspalvelujen hajanaisuuden taustalla on myös muita tekijöitä. Yhtenä keskeisenä tekijänä ovat verotuksen maittaiset erot, jotka saattavat vääristää pääomavirtojen kulkua. Näiden erojen säilyminen saattaa johtaa verokilpailuun, joka hidastaa rahoitusmarkkinoiden integroitumista ja talouden kasvua. Verotuksessa tullee ratkaistavaksi myös se, siirrytäänkö rahoituspalveluissa arvonlisäverotukseen.

Rahoituspalvelujen käyttäjien näkökulmasta Euroopan rahoitusmarkkinoiden integraation edistyminen on ollut hidasta siinä mielessä, että rahoituspalvelujen tarjonta vähittäisasiakkaille toimii edelleen kansallisella pohjalla. Tähän on monia syitä, joista useimpiin viranomaiset eivät voi vaikuttaa. Vähittäismarkkinoilla toimivien rahoituspalvelujen käyttäjien preferenssit ovat edelleen kansallisilla markkinoilla tarjotuissa palveluissa. Palveluntarjoajan tunnettuus on kuluttajille tärkeää. Myös kuluttajansuojan heterogeenisuus Euroopassa heikentää kotitalouksien kiinnostusta kansainvälisten rahoituspalvelujen käyttöä kohtaan. Kuluttajansuojan yhtenäistäminen Euroopassa olisikin saatava aikaan nopeasti. Se parantaisi mm. yksityisten sijoittajien

luottamusta maasta toiseen tarjottuja sijoituspalveluja kohtaan ja lisäisi kilpailua sijoituspalveluissa.

Kotimaan ulkopuolelta ostettavien rahoituspalvelujen käyttöä vähentää myös se, että palvelut ovat usein kalliita. Lisäksi kulttuuriin ja kieleen liittyvät tekijät hidastavat myös vähittäismarkkinoiden integraatiota.

Arvopapereiden kaupankäynnissä ja kauppojen selvityksessä Euroopan tai euroalueen laajuisten markkinoiden syntyyn on vielä matkaa. Muutamista pörssifuusioita ja pörssien yhteistyön lisääntymisestä huolimatta kauppapaikkojen laajempi integroituminen vaatii vielä runsaasti työtä. Lisäksi kansallisista pörsseistä luopuminen saattaa aiheuttaa ongelmia pienille yrityksille. Keskittyneillä markkinoilla sijoittajien kiinnostus pienehköjä ja siten tuntemattomampia yrityksiä kohtaan saattaa jäädä vähäiseksi, ja tämä vaikeuttaa jo listalla olevien yritysten pääomanhankintaa tai uusien pienten yritysten listautumista. Arvopaperien kauppapaikkojen integroituminen sekä toimivien pörssimarkkinoiden ylläpito pienille, lähinnä kansallisella tasolla toimiville yrityksille saattaa osoittautua haasteeksi, jonka ratkaiseminen vie runsaasti aikaa.

Lähdeluettelo

Adam, K. – Japelli, T. – Menichini, A. – Padula, M. – Pagano, M. (2002) **Analyse, compare and apply alternative indicators and monitoring methodologies to measure the evolution of capital market integration in the European Union.** Centre for Studies in Economics and Finance (CSEF). Department of Economics and Statistics. University of Salerno.

Adjaouté, K. – Danthine, J-P. (2003) **European financial integration and equity returns: a theory-based assessment.** Research Paper No. 84. FAME – International Centre for Financial Asset Management and Engineering.

EKP (2001) **The Euro Equity Markets.** Elokuu.

EKP (2002) **Euroalueen repomarkkinoiden pääpiirteitä.** Kuukausikatsaus. Lokakuu.

EKP (2003a) **Euroalueen rahoitusjärjestelmien viimeaikainen kehitys.** Lokakuu.

EKP (2003b) **Euroalueen rahoitusmarkkinoiden yhdentyminen.** Kuukausikatsaus. Lokakuu.

EKP (2003c) **Money Market Study 2002.** Marraskuu.

EKP (2003d) **Review of the international role of the euro.** Frankfurt.

EKP (2004a) **Rahapolitiikan toteuttaminen euroalueella.** Yleisasiakirja eurojärjestelmän rahapolitiikan välineistä ja menettelyistä. Frankfurt.

EKP (2004b) **EKP:n rahapolitiikka 2004.** Frankfurt.

Euribor ACI, The Financial Market Association (2003) **The Short-Term Paper Market in Europe.**

FESE (2002) **Share ownership structure in Europe.** The Federation of European Securities Exchanges. Economics and Statistics Subcommittee.

Guiso, L. – Haliassos, M. – Jappelli, T. (2003) **Household stockholding in Europe: where do we stand and where do we go?** Economic Policy, 36.

Hartmann, P. – Maddaloni, A. – Manganelli, S. (2003) **The euro area financial system: structure, integration and policy initiatives.** ECB Working Paper No. 230.

Hardouvelis, G. – Malliaropulos, D. – Priestley, R. (2004) **The impact of globalization on the equity cost of capital.** CEPR Discussion Paper No. 4346.

Niemi, J. (2003) **Pääomarahoituksen tarjonnan lisääminen Suomessa.** Valtiovarainministeriö. Tutkimuksia ja selvityksiä 1/2003.

Salavirta, E. (2002) **Raha- ja pääomamarkkinat.** Teoksessa Koskenkylä, H. (toim.) Suomen Rahoitusmarkkinat 2002. Suomen Pankin tutkimuksia A:102. Helsinki.

Standard & Poor's (2004) **EU 2003 Annual Default Study & Rating Transitions.** Helmikuu.

Sähköiset lähteet

http://www.euribor.org. 30.4.2004.

Luku 4

Euroopan pankki- ja vakuutus-toiminnan yhdentyminen

Jukka Vauhkonen – Pertti Pylkkönen

4 Euroopan pankkitoiminnan yhdentyminen ... 72
4.1 Johdanto ... 72
4.2 Euroopan pankkitoiminnan yhdentyminen: tavoitteet ja viranomaistoimenpiteet ... 74
4.2.1 Yhdentymisellä tavoiteltavat taloudelliset hyödyt ... 74
4.2.2 EU:n pankkitoiminnan yhdentämispolitiikan keskeiset periaatteet ... 76
4.2.3 Viranomaisten toimet pankkitoimialan yhdentymisen esteiden purkamiseksi ... 77
4.3 Pankkitoiminnan yhdentymisen eteneminen ... 82
4.3.1 Tukkupankkitoiminta ... 82
4.3.2 Pääomamarkkinasidonnainen pankkitoiminta ... 83
4.3.3 Vähittäispankkitoiminta ... 86
4.3.3.1 Vähittäispankkitoiminnan yhdentymisen hintatunnusluvut ... 87
4.3.3.2 Maiden rajat ylittävän vähittäispankki-toiminnan laajuutta mittaavat tunnusluvut ... 90
4.4 Yhdentymisen vaikutukset pankkien väliseen kilpailuun ja pankkien tehokkuuteen ... 99
4.4.1 Pankkien välinen kilpailu ... 99
4.4.2 Pankkien tehokkuus ... 101
4.5 Eurooppalaisen vakuutustoiminnan yhdentyminen ... 103
4.5.1 Vakuutustoimiala Euroopassa ... 103
4.5.2 Vakuutustoimialan sääntely Euroopassa ... 107
4.6 Yhteenveto ... 109

Lähdeluettelo ... 111

4 Euroopan pankkitoiminnan yhdentyminen

4.1 Johdanto

Tässä luvussa[1] tarkastellaan yhteismarkkinoiden toteutumista EU:ssa eri tunnuslukujen avulla pankkitoiminnan[2] kolmella keskeisellä osa-alueella: tukkupankkitoiminnassa, pääomamarkkinasidonnaisessa pankkitoiminnassa ja vähittäispankkitoiminnassa. Lisäksi tarkastellaan viranomaisten toimenpiteitä pankkitoiminnan yhteismarkkinoiden edistämiseksi ja näiden markkinoiden tiellä vielä olevia esteitä. Lopuksi tarkastellaan lyhyesti vakuutustoiminnan yhteismarkkinoiden toteutumista.

Yhdentyneet rahoitusmarkkinat määritellään usein markkinoiksi, joilla tietyn talousalueen rahoituspalveluiden tuottajilla ja käyttäjillä ei ole esteitä tarjota ja hankkia rahoituspalveluita yli alueen maantieteellisten rajojen. Täydellisesti yhdentyneillä rahoitusmarkkinoilla täysin samanlaisilla rahoitusinstrumenteilla tulisi olla sama hinta. Lisäksi taloudellisten toimijoiden, kuten yritysten ja kotitalouksien, rahoituksen lähteissä ja sijoitusten maantieteellisessä hajauttamisessa ei tulisi olla alueen sisällä systemaattisia eroja[3]. Toisen, hieman suppeamman määritelmän mukaan yhdentymisellä tarkoitetaan tilannetta, jossa tietyn tuotteen aiemmin eriytyneistä markkinoista muodostuu yksi markkina-alue, jonka sisällä tuotteella on sama hinta. Markkinat ovat täysin yhdentyneet, kun tämä yhden hinnan laki toteutuu.[4]

Rahoitusmarkkinoiden yhdentyminen ei ole itsetarkoitus. Yhdentymistä edistämällä pyritään edesauttamaan Euroopan taloudellista kasvua. Pankkitoimialalla yhdentymistä edistävien toimenpiteiden pohjimmaisena päämääränä on parantaa maantieteelliset rajat ylittävän pankkikilpailun edellytyksiä. Kilpailun voimistumisen odotetaan puolestaan näkyvän aiempaa parempina pankkipalveluina ja halvempina palveluiden hintoina, jotka hyödyttävät näiden palveluiden lopullisia käyttäjiä eli yrityksiä ja kotitalouksia.

Edellä esitettyjen yhdentymisen määritelmien ja tavoitteiden perusteella pankkitoimialan yhdentymisen etenemistä voidaan luontevasti tarkastella kolmesta toisiaan täydentävästä näkökulmasta. Ensimmäinen näkökulma on tarkastella viranomaisten toimenpiteitä yh-

---

[1] Jukka Vauhkonen vastaa jakson luvuista 4.1–4.4 ja 4.6. Pertti Pylkkönen luvusta 4.5.
[2] Käsitteellä pankki tarkoitetaan tässä luvussa kaikkia niitä luottolaitoksia, joilla on oikeus tarjota rahoituspalveluita EU-alueella ns. yhden toimiluvan periaatteen mukaisesti.
[3] Hartmann – Maddaloni – Manganelli 2003, s. 17.
[4] Cabral – Dierick – Vesala 2002, s. 7.

dentymisen esteiden purkamiseksi. Toinen näkökulma on arvioida yhdentymisen etenemistä erilaisten hinta- ja määrätunnuslukujen avulla. Kolmas näkökulma on arvioida yhdentymisen vaikutuksia pankkien väliseen kilpailuun ja pankkien tehokkuuteen ja sitä kautta niiden asiakkaiden hyvinvointiin. Tässä artikkelissa tarkastellaan EU-alueen pankkitoimialan yhdentymistä kaikista näistä kolmesta näkökulmasta.

Aluksi käydään läpi viranomaisten toimenpiteitä eurooppalaisen pankkitoiminnan yhteismarkkinoiden edistämiseksi. Lisäksi tarkastellaan, mitä hyötyjä tällä yhdentymisen edistämisellä tavoitellaan ja kuinka näiden hyötyjen odotetaan kanavoituvan pankkipalveluiden lopullisille kuluttajille eli yrityksille ja kotitalouksille.

Seuraavaksi esitellään erilaisten pankkitoimialan yhdentymistä kuvaavien tunnuslukujen viime vuosien kehitystä. Ns. yhden hinnan lain yksiselitteisyyden ansiosta hintoja koskevia tunnuslukuja pidetään yhdentymisen ensisijaisina mittareina. Systemaattisesti kerättyjä ja yhdenmukaisesti määriteltyjä hintatunnuslukuja ei tiettyjä luotto- ja talletuskorkoja ja palkkiomaksuja lukuun ottamatta ole pankkitoimialalla kuitenkaan juuri saatavissa. Luotettavien hintatunnuslukujen vähäisyyden takia täydentävinä pankkitoiminnan yhteismarkkinoiden etenemisen mittareina on käytetty määrätunnuslukuja. Hintatunnuslukujen lisäksi artikkelissa esitetään keskeisimpien, pankkien rajat ylittävän toiminnan laajuutta mittaavien määrätunnuslukujen, kuten pankkien rajan ylittävien luottojen, talletusten sekä fuusioiden ja yritysostojen kehitystä viime vuosina.

Artikkelissa arvioidaan myös sekä hinta- että määrätunnuslukujen perusteella, onko pankkitoiminnan tähänastinen yhdentyminen voimistanut pankkien välistä kilpailua ja parantanut niiden tehokkuutta, mitkä ovat pohjimmaisia pankkimarkkinoiden yhdentymisen edistämisen tavoitteita. Lisäksi tarkastellaan pankkitoiminnan yhteismarkkinoiden tiellä vielä olevia esteitä.

Lopuksi tarkastellaan vakuutustoimialan yhdentymistä ja viranomaisten toimenpiteitä yhdentymisen edistämiseksi.

4.2 Euroopan pankkitoiminnan yhdentyminen: tavoitteet ja viranomaistoimenpiteet

4.2.1 Yhdentymisellä tavoiteltavat taloudelliset hyödyt

Joidenkin arvioiden[5] mukaan eurooppalaisten rahoitusmarkkinoiden nykyistä syvempi yhdentyminen voi merkittävästi nopeuttaa Euroopan talouskasvua. Pankkitoiminnan nykyistä syvemmällä yhdentymisellä voi potentiaalisesti olla suuri merkitys Euroopan talouskasvun kiihdyttäjänä ainakin kahdesta syystä. Ensiksikin pankkien suhteellinen merkitys yritysten ja kotitalouksien rahoittajana on Euroopassa suuri esimerkiksi Yhdysvaltoihin verrattuna.[6] Pankkirahoitus on tärkeää erityisesti työllisyyden kannalta tärkeille pienille ja keskisuurille yrityksille. Toiseksi erityisesti vähittäispankkitoiminta on monissa Euroopan maissa edelleen varsin tehotonta[7] ja pankkien väliset tehokkuuserot suuria. Esimerkiksi tutkimukset eurooppalaisten pankkien ns. X-tehokkuudesta[8] eli kustannusrakenteesta verrattuna paikallisten markkinoiden tehokkaimpiin pankkeihin osoittavat, että tehottomimpien pankkien kustannukset ovat keskimäärin 20–30 % suuremmat kuin tehokkaimpien.

Kaikkiaan tutkimukset näyttäisivät osoittavan, että eurooppalaisen pankkitoiminnan, erityisesti vähittäispankkitoiminnan, tehokkuudessa on edelleen parantamisen varaa. Mikä tärkeämpää, pankkien välisen kilpailun voimistaminen ja pankkien tehokkuuden parantaminen pankkitoimialan yhdentymistä edistävin toimenpitein saattavat parhaimmillaan tuottaa huomattavia kokonaistaloudellisia hyötyjä.

On tärkeää huomata, että pankkien välinen kilpailu ja pankkitoiminnan yhdentyminen ovat eri käsitteitä. Pankkikilpailulla viitataan pankkien hinnoitteluvoimaan joillakin tietyillä (paikallisilla) markkinoilla. Pankkitoiminnan yhdentymisellä sen sijaan viitataan pankkien levittäytymiseen paikallisilta markkinoilta laajemmalle markkina-alueelle. Pankkitoiminnan yhdentymisen syveneminen ei sinänsä takaa, että pankkien välinen kilpailu voimistuu. Esimerkiksi ulkomaisen pankin markkinoilletulo kotimaisen pankin ostamisen kautta ei välttämättä voimista pankkikilpailua. Jos hankittu pankki toimii samalla tavoin kuin aikaisemmin ja jos pankkien hinnoittelukäyttäytyminen ei muutu yrityskaupan seurauksena, kilpailu ei kiristy. Pankkitoiminnan

[5] Gianetti ym. 2002, London Economics 2002.
[6] Hartmann – Maddaloni – Manganelli 2003.
[7] Esim. Koskenkylä 2002.
[8] Esim. Vander Vennet 2002.

yhdentymisen vaikutuksia kilpailuun voi olla myös vaikea mitata. Esimerkiksi pankkien rajat ylittävän toiminnan esteiden purkaminen voi vaikuttaa kotimaisten pankkien hinnoitteluun, jos ulkomaisten pankkien markkinoilletulon uhka kasvaa. Tämä kilpailun uhkan (contestability) kasvaminen ei kuitenkaan näy yhdentymisen syvyyttä kuvaavissa määrätunnusluvuissa. Käytettäessä määrätunnuslukuja yhdentymisen syvyyden mittareina onkin suositeltavaa tarkastella useita eri tunnuslukuja väärien johtopäätösten välttämiseksi.[9] Jaksossa 4.3 esitelläänkin useiden eri määrätunnuslukujen viimeaikaista kehitystä.

Pankkitoiminnan yhdentymisen odotetaan tuottavan taloudellisia hyötyjä eri kanavien kautta. Ensiksi kilpailun esteiden purkaminen altistaa tehottomat kotimaiset pankit hintakilpailulle tehokkaampien ulkomaisten pankkien kanssa ja pakottaa tehottomat pankit karsimaan kulujaan ja parantamaan kannattavuuttaan. Toiseksi rahoitusmarkkinoiden yhdentyminen voi auttaa pankkeja mahdollisten suurtuotannon[10] (economies of scale) ja yhteistuotannon[11] (economies of scope) etujen hankkimisessa kotimarkkinoita suuremmilta yhteismarkkinoilta.[12] Varsinkin aikaisemmassa kirjallisuudessa[13] korostettiin näiden etujen merkitystä. Kolmanneksi markkina-alueen laajeneminen saattaa helpottaa pankkien riskien hajauttamista. Neljänneksi yhdentymisen myötä mahdollisesti kiihtyvä pankkikilpailu voi kiihdyttää rahoitustuotteiden tuotekehittelyä. Viidenneksi yhdentyminen voi parantaa yhteisen rahapolitiikan välittymistä, jos keskuspankkikorkojen muutokset välittyvät aikaisempaa nopeammin ja täydellisemmin pankkikorkoihin.[14]

Tuonnempanan tässä artikkelissa (luvussa 4.4) arvioidaan, onko pankkitoiminnan yhdentyminen tuottanut joitakin tässä esitetyistä hyödyistä.

---

[9] Manna 2004.

[10] Hyödykkeen tuotannossa on suurtuotannon etuja, jos tuotannon kasvattaminen pienentää keskimääräisiä kustannuksia. Suurtuotannon etujen turvin suuret organisaatiot pystyvät tuottamaan hyödykettä halvemmalla kuin pienemmät.

[11] Yhteistoiminnan eduilla tarkoitetaan kustannussäästöjä, jotka toteutuvat, kun esimerkiksi keskenään läheisiä tuotteita myydään saman jakelukanavan kautta. Esimerkiksi pankki- ja vakuutustuotteiden myyminen kahden konttorin sijasta yhden pankkikonttorin kautta saattaa tuottaa yhteistoiminnan etuja.

[12] Suurtuotannon etujen hyödyntäminen edellyttää yrityskoon kasvattamista. Pankkien koon kasvu puolestaan lisää toimialan keskittyneisyyttä. Tutkimusten perusteella ei ole selvää, kuinka pankkitoimialan keskittyneisyys vaikuttaa pankkien väliseen kilpailuun (esim. Amel ym. 2003). Mitä enemmän kilpailu keskittymisen seurauksena mahdollisesti vähenee, sitä pienempi osuus saavutettavista suurtuotannon tehokkuushyödyistä kanavoituu kuluttajille.

[13] Esim. Cecchini 1988.

[14] Toukokuuhun 2004 mennessä toteutuneet rahoituspalveluiden toimintasuunnitelman hankkeet lisätoimenpiteineen on listattu luvun 7 liitteessä 2.

4.2.2 EU:n pankkitoiminnan yhdentämispolitiikan keskeiset periaatteet

EU:n tavoittelema pankkitoiminnan yhteismarkkinoiden luominen on osa laajempaa mandaattia luoda EU:n laajuiset palveluiden yhteismarkkinat. Pankkipalveluiden yhteismarkkinoilla mikä tahansa pankkipalveluiden tarjoaja voi toimia missä tahansa EU-maassa tai ostaa muita EU-maiden pankkeja. Pankit voivat perustaa muihin EU-maihin joko tytäryhtiöitä, jotka ovat pankin isäntävaltion pankkivalvonnan alaisia, tai sivukonttoreita, jotka ovat pankin kotivaltion pankkivalvonnan alaisia. Kuluttajat voivat puolestaan hankkia rahoituspalveluita mistä tahansa EU-alueen pankista.

Pankkien yhteismarkkinoiden luomisen ongelmana on ollut se, että pankkitoiminta on perinteisesti ollut hyvin raskaasti säänneltyä. Siksi näitä yhteismarkkinoita luotaessa on jouduttu paitsi ratkaisemaan, kuinka kaikille toimialoille tyypilliset kaupan ja investointien esteet puretaan, myös päättämään, kuinka pankkien ulkomaantoimintoja säännellään.

Pankkien ulkomaantoimintojen sääntelyssä on kolme vaihtoehtoista pääperiaatetta.[15] Ensimmäinen vaihtoehto on pyrkiä kohti sääntelyn mahdollisimman täydellistä yhdenmukaistusta EU-alueella. Toinen vaihtoehto on noudattaa ns. kansallisen sääntelyn ja valvonnan periaatetta (national treatment principle). Tällöin ulkomaisilla toimijoilla on vapaa pääsy kansallisille markkinoille ja niitä tulee valvoa samalla tavoin kuin kotimaisia toimijoita. Kolmas vaihtoehto on noudattaa ns. keskinäisen tunnustamisen periaatetta (mutual recognition principle). EU:n lainsäädäntö pohjautuu suurelta osin tähän kolmanteen vaihtoehtoon.

Keskinäisen tunnustamisen periaatteen mukaan kukin maa tunnustaa toisen maan sääntelyn siinä mielessä, että kotimaanmarkkinoilla voivat toimia myös ulkomaisen sääntelyn alaiset ja ulkomaan pankkivalvojan valvomat ulkomaiset pankit joko tarjoamalla palveluitaan suoraan tai perustamiensa sivukonttoreiden kautta. Keskinäisen tunnustamisen mukaan toimittaessa eri maiden pankit toisin sanoen kilpailevat keskenään erilaisten sääntelyjen alaisuudessa. Tällöin kilpailijamaiden säännöksiä kireämmät säännökset heikentävät kotimaisten pankkien kilpailumahdollisuuksia suhteessa ulkomaisiin pankkeihin. Onkin ilmeistä, että keskinäisen tunnustamisen periaatteen soveltaminen käytännössä suurelta osin estää sellaisen kansallisen lainsäädännön, joka kasvattaa kotimaisten pankkien kustannuksia ulkomaisiin

[15] Esim. Gual 2004.

pankkeihin verrattuna. Näin keskinäinen tunnustaminen voi merkittävästi kannustaa maita sääntelyn harmonisointiin.

Keskinäisen tunnustamisen periaatteeseen perustuvan lainsäädännön uhkana voi olla se, että jäsenmaat kilpailevat ulkomaisten pankkien sijainnista kotimaista sääntelyä keventämällä. Tällaisen haitallisen kilpailun estämiseksi EU:n lainsäädännössä on asetettu vähimmäisvaatimukset tietyille pankkijärjestelmän vakauden ja vakavaraisuuden kannalta keskeisille säännöksille. Nämä säännökset koskevat mm. pankkien vähimmäisvakavaraisuusvaatimuksia, oman pääoman määritelmiä, suuria asiakasvastuukeskittymiä, talletussuojajärjestelmiä jne. (luku 7).

Haitallisen sääntelykilpailun rajoittamisen lisäksi täydellisestä keskinäisen tunnustamisen periaatteesta on luovuttu myös kuluttajansuojaa koskevassa EU:n lainsäädännössä. Kuluttajansuojaan liittyvä lainsäädäntö päätetään kansallisesti, ja pankkien ulkomaisten toimintojen valvonnassa noudatetaan kotivaltioperiaatteen sijasta isäntävaltioperiaatetta. Käytännössä kansalliset viranomaiset pystyvät estämään sellaisten ulkomaisten toimijoiden tai pankkipalveluiden pääsyn kotimaanmarkkinoille, joiden katsotaan uhkaavan ns. yleistä etua.

Kaikkiaan EU:n lainsäädännössä on pankkitoiminnan yhdentymisen kannalta siis kolme keskeistä elementtiä: keskinäisen tunnustamisen periaate, pankkijärjestelmän vakauden ja vakavaraisuuden kannalta keskeisten vähimmäissäännösten yhdenmukaistaminen ja isäntävaltioperiaatteen noudattaminen kuluttajansuojaan liittyvissä kysymyksissä. Useiden arvioiden[16] mukaan näihin elementteihin perustuva politiikka on onnistunut paremmin edistämään EU-alueen pankkitoiminnan yhdentymistä kuin se, että olisi pyritty sääntelyn täydelliseen yhdenmukaistamiseen.

4.2.3 Viranomaisten toimet pankkitoimialan yhdentymisen esteiden purkamiseksi

EU:n lainsäädännölliset toimenpiteet Euroopan pankkitoimialan yhdentämiseksi voidaan jakaa[17] viiteen ajanjaksoon: markkinoilletulon esteiden purkaminen (1957–1973), pankkilainsäädännön yhdenmukaistaminen (1973–1983), sisämarkkinoiden luominen (1983–1992), yhteinen raha (1999) ja rahoituspalveluiden toimintasuunnitelma (1999–2005).

[16] Esim. Gual 1999, 2004.
[17] Dermine 2003.

Markkinoilletulon esteiden purkamisen voidaan katsoa alkaneen Rooman sopimuksesta (1957), jonka tavoitteeksi asetettiin varsin eristyneiden kansallisten markkinoiden muuttaminen Euroopan yhteismarkkinoiksi. Vuoden 1973 direktiivissä 73/183/ETY (neuvoston direktiivi itsenäistä toimintaa harjoittavia pankkeja ja muita rahoituslaitoksia koskevien, sijoittautumisvapauden ja palvelujen tarjoamisen vapauden rajoitusten poistamisesta) ulkomaisille pankeille taattiin samanlainen valvonta ja sääntely kuin kotimaisille pankeille. Direktiivi ei kuitenkaan juuri lisännyt pankkien kansainvälistymistä, koska erilaiset pääoman liikkuvuuden rajoitukset vähensivät pankkien kansainvälistä kilpailua. Lisäksi pankkien valvontaa ei ollut yhdenmukaistettu, minkä vuoksi ulkomailla toimivat pankit joutuivat toimimaan useiden mahdollisesti varsin erilaisten säännösten alaisuudessa.

Seuraavassa vaiheessa (1973–1983) pyrittiin erityisesti pankkien sääntelyn yhdenmukaistamiseen markkinoilletulon esteiden madaltamiseksi. Vuonna 1977 voimaan tulleessa ns. ensimmäisessä pankkidirektiivissä (77/780/ETY, ensimmäinen neuvoston direktiivi luottolaitosten liiketoiminnan aloittamiseen ja harjoittamiseen liittyvien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta) esitettiin valvonnan kotivaltioperiaate. Direktiiviä voidaan pitää ensimmäisenä askeleena kohti monessa maassa toimivan pankin valvontavastuun asteittaista siirtämistä isäntämaan valvojilta kotimaan valvojalle. Direktiivi ei sisältänyt yksityiskohtaisia säännöksiä, vaan oli pikemminkin suuntaviiva myöhemmille direktiiveille.

Ensimmäisen pankkidirektiivin jälkeenkin Euroopan pankkimarkkinat olivat pitkään hyvin pirstaloituneet. Pankkien ulkomaantoimintojen yleistymiselle oli edelleen paljon esteitä. Voidakseen toimia isäntämaassa pankit esimerkiksi tarvitsivat sen valvojan hyväksynnän, ja pankkien ulkomaantoiminnot olivat isäntämaiden säännösten ja valvonnan alaisuudessa. Lisäksi useissa maissa pankkien ulkomaisilta sivukonttoreilta vaadittiin ns. korvamerkittyä pääomaa, mikä lisäsi ulkomaisen pankkitoiminnan kustannuksia. Pääoman vapaan liikkuvuuden rajoitukset olivat myös useissa EU-maissa voimassa vielä 1990-luvun alkuun saakka.[18]

Yhdenmukaistetun rahoitusmarkkinalainsäädännön luominen osoittautuikin viimeistään 1980-luvulla hyvin vaikeaksi. Kansallisella lainsäädännöllä rajoitettiin voimakkaasti pankkien kotimaista kilpailua (korko- ja luottosäännöstely, markkinoilletulon esteet, fuusioiden ja yritysostojen rajoitukset ja pääoman liikkuvuuden rajoitukset) ja niiden mahdollisuuksia saavuttaa suur- ja yhteistuotannon etuja (kontto-

[18] Esim. Gual 1999, s. 37.

riverkoston laajentamisen esteet, rajoitukset ulkomaisten toimipisteiden perustamiselle, pankkien tuotevalikoiman rajoitukset). Lisäksi pankkijärjestelmän vakauden turvaksi luodut säännökset erosivat maittain (reservi- ja vakavaraisuusvaatimukset ja talletussuojajärjestelmät).

Pankkimarkkinoiden pirstaloituneisuuden ja kansallisten lainsäädäntöjen erojen vuoksi EU päätti 1980-luvun puolivälissä muuttaa täysin lähestymistapaansa rahoitusmarkkinoiden yhdentymisen edistämiseen. Uuden lähestymistavan keskeiset periaatteet esitettiin Euroopan komission ns. valkoisessa kirjassa (The completion of the internal market) vuonna 1985. Pankkitoimialan yhdentymisen keskeisiksi periaatteiksi tässä valkoisessa kirjassa esitettiin keskinäisen tunnustamisen, yhden toimiluvan ja kotivaltion valvontavastuun periaatteita.

Valkoisen kirjan periaatteet sisällytettiin vuoden 1989 ns. toiseen pankkidirektiiviin, jota pidetään tärkeimpänä pankkidirektiivinä. Keskinäisen tunnustamisen periaatteen nojalla missä tahansa EU-maassa toimiluvan saaneelle pankille annettiin oikeus tarjota pankkipalveluita tai perustaa sivukonttoreita muihin EU-maihin ilman näiden isäntävaltioiden viranomaisilta vaadittavia erillisiä toimilupia. Kotivaltioperiaatteen nojalla puolestaan pankille toimiluvan myöntänyt kotivaltion pankkivalvoja on vastuussa pankin ulkomaantoimintojen valvonnasta.

Toisen pankkidirektiivin odotettiin lisäävän pankkien rajat ylittävää toimintaa ja keskinäistä kilpailua. Kilpailun voimistuminen on usein saanut jotkin pankit ottamaan toiminnassaan liiallisia riskejä. Toisessa pankkidirektiivissä nostettiinkin esiin uusien kuluttajansuojaa ja pankkien tiedotusvelvollisuuksia käsittelevien direktiivien tarve. Lisäksi siinä sekä yhdenmukaistettiin että vaadittiin myöhemmin yhdenmukaistettavaksi joitakin mm. pankkien pääomavaatimuksia ja suuria asiakaskeskittymiä koskevia säännöksiä.

EU:n sisämarkkinaohjelmalla ja toisella pankkidirektiivillä näyttää olleen suuri vaikutus pankkitoimialan yhdentymisen vauhdittajina. Sisämarkkinaohjelma ja toinen pankkidirektiivi edistivät pankkitoimialan yhdentymistä myös käynnistämällä EU-maissa keskinäisen deregulaatiokilpailun.[19] Economic Research Europe Limitedin (1996) tutkimuksen mukaan pankkien ulkomaisten sivukonttoreiden määrä kasvoikin 58 % toista pankkidirektiiviä seuranneiden kolmen vuoden aikana.

[19] Gual 1999, De Avila 2003.

Tasapuolisten kilpailuedellytysten kannalta suuri merkitys oli myös pankkien vakavaraisuussääntelyn maailmanlaajuisella yhtenäistämisellä Kansainvälisen järjestelypankin (BIS) yhteydessä toimivan Baselin pankkivalvontakomitean työn pohjalta 1988. Maiden rajat ylittävän pankkikilpailun esteiden madaltamisessa tärkeäksi saattaa tulevaisuudessa myös osoittautua lokakuussa 2004 voimaan astuva eurooppayhtiöasetus (luku 7). Tällä asetuksella luodaan uusi eurooppalainen ylikansallinen yhtiömuoto, joka helpottaa pankkien rajat ylittäviä rakennejärjestelyjä.

Merkittävä virstanpylväs Euroopan pankkitoimialan yhdentymisessä oli rahaliiton perustaminen vuonna 1999. Yhteisen rahan käyttöönotto edisti erityisesti tukkupankkitoiminnan yhdentymistä (lähemmin kohdassa 4.3.1).

Pian euron käyttöönoton jälkeen ymmärrettiin, ettei yhteinen raha ole riittävä edellytys rahoitusmarkkinoiden täydelliselle yhdentymiselle, sillä rahaliitto perustuu pääasiassa makrotaloudellisiin tavoitteisiin: hintavakauteen ja yhteiseen rahapolitiikkaan. Eurooppa-neuvosto käynnistikin vuonna 1999 rahoituspalveluiden toimintasuunnitelman[20] (Financial Services Action Plan, FSAP) nopeuttaakseen rahoitusmarkkinoiden yhdentymistä (tarkemmin luvussa 7). Toimintasuunnitelma sisälsi alun perin 42 lainsäädännöllistä hanketta, jotka oli tarkoitus toteuttaa vuoteen 2005 mennessä. Suurin osa näistä hankkeista on joko hyväksytty tai jo toteutettu EU:n lainsäädännössä, ja painopiste onkin siirtymässä lainsäädännön kansalliseen toimeenpanoon.

Pankkien kannalta tärkeimpiä toteutuneita toimintasuunnitelman hankkeita ovat mm. asetus kansainvälisten tilinpäätösstandardien soveltamisesta julkisesti noteeratuissa yrityksissä vuodesta 2005 alkaen, ns. eurooppayhtiöitä koskevat säädökset, luottolaitosten tervehdyttämistä ja likvidaatioita koskeva direktiivi (2001/24/EY) ja direktiivi (2002/87/EY) finanssiryhmään kuuluvien luottolaitosten, vakuutusyritysten ja sijoituspalveluyritysten lisävalvonnasta. Jotkin toimintasuunnitelman pankkien ja finanssiryhmien kannalta tärkeimmistä hankkeista ovat kuitenkin edelleen kesken. Näitä keskeneräisiä ovat erityisesti luottolaitosten ja sijoituspalveluyritysten vähimmäisvakavaraisuussääntelyn ja -valvonnan uudistus, kansainvälisen tilinpäätösstandardin (IAS 32/39) hyväksyminen ja vakuutusyritysten vähimmäisvakavaraisuuden sääntelyn uusiminen (ns. solvenssi II).

[20] Toukokuuhun 2004 mennessä toteutuneet rahoituspalveluiden toimintasuunnitelman hankkeet lisätoimenpiteineen on listattu luvun 7 liitteessä 2.

Tärkeimmät rahoituspalveluiden toimintasuunnitelmaa edeltäneet ja siihen sisältyneet pankkeja koskevat toteutuneet direktiivit vuosilta 1973–2002 käyvät ilmi oheisesta taulukosta (1).

Taulukko 1. **Tärkeimpiä pankkitoimialaa koskevia direktiivejä**

Neuvoston direktiivi (73/183/ETY) itsenäistä toimintaa harjoittavia pankkeja ja muita rahoituslaitoksia koskevien, sijoittautumisvapauden ja palvelujen tarjoamisen vapauden rajoitusten poistamisesta.
Ensimmäinen neuvoston direktiivi (77/780/ETY) luottolaitosten liiketoiminnan aloittamiseen ja harjoittamiseen liittyvien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta.
Neuvoston direktiivi (86/635/ETY) pankkien ja vakuutuslaitosten tilinpäätöksestä ja konsolidoidusta tilinpäätöksestä.
Neuvoston direktiivi (89/117/ETY) jäsenvaltioon sijoittuneiden sellaisten luotto- ja rahoituslaitosten sivukonttoreiden velvollisuudesta julkistaa tilinpäätösasiakirjat, joiden kotipaikka ei ole siinä jäsenvaltiossa.
Neuvoston direktiivi (89/299/ETY) luottolaitosten omista varoista.
Toinen neuvoston direktiivi (77/790/ETY) luottolaitosten liiketoiminnan aloittamiseen ja harjoittamiseen liittyvien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta sekä direktiivi tämän muuttamisesta (89/646/ETY).
Neuvoston direktiivi (89/647/ETY) luottolaitosten vakavaraisuussuhteesta.
Neuvoston direktiivi (92/30/ETY) luottolaitosten konsolidoidusta valvonnasta.
Neuvoston direktiivi (92/121/ETY) luottolaitosten suurten riskikeskittymien valvonnasta ja tarkastamisesta.
Neuvoston direktiivi (91/308/ETY) sijoituspalveluyritysten ja luottolaitosten omien varojen riittävyydestä.
Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (94/19/EY) talletusten vakuutusjärjestelmistä.
Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (2000/12/EY) luottolaitosten liiketoiminnan aloittamisesta ja harjoittamisesta.
Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (2001/24/EY) luottolaitosten tervehdyttämisestä ja likvidaatiosta.
Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (2002/12/EY) finanssiryhmittymään kuuluvien luottolaitosten, vakuutusyritysten ja sijoituspalveluyritysten lisävalvonnasta.

Toinen merkittävä viimeaikainen pankkitoimialan yhdentymistä edistävä hanke on ollut ns. Lamfalussyn neliportaisen mallin (tarkemmin luvussa 7) käyttöönotto pankkeja koskevassa EU:n lainsäädäntöprosessissa. Alexandre Lamfalussyn johtaman työryhmän mandaattina oli tarkastella, kuinka erityisesti EU:n arvopaperimarkkinoita koskevaa lainsäädäntöprosessia voitaisiin nopeuttaa ja EU-maiden arvopaperimarkkinavalvojien yhteistyötä parantaa.

Lamfalussyn työryhmä katsoi, että EU:n lainsäädäntöprosessi on ylipäänsä liian hidas, jäykkä ja monimutkainen nopeasti muuttuvassa toimintaympäristössä ja jopa este rahoitusmarkkinoiden täydelliselle yhdentymiselle. Työryhmä esitti EU:n lainsäädäntöprosessiin uutta neljän tason rakennetta. Direktiiveissä tulisi keskittyä vain kaikkein tärkeimpiin säädöksiin (taso 1). Yksityiskohtaisia ja usein muuttuvia teknisiä säännöksiä voitaisiin sen sijaan antaa alemmantasoisessa ns. komitologiamenettelyssä (taso 2). Uudet EU-maiden sääntely- ja valvontakomiteat avustavat komissiota lainsäädännön täytäntöönpanossa ja pyrkivät edistämään EU-maiden valvontamenetelmien yhtenäistymistä (taso 3). Erityisesti Euroopan komission velvollisuutena on valvoa EU-lainsäädännön noudattamista (taso 4). Lamfalussyn työryhmän komitearakenne otettiin ensin käyttöön arvopaperimarkkinoiden lainsäädännössä ja vuoden 2004 alusta alkaen myös pankki- ja vakuutustoimialojen lainsäädännössä.

4.3 Pankkitoiminnan yhdentymisen eteneminen

4.3.1 Tukkupankkitoiminta

Tukkupankkitoiminnalla tarkoitetaan tässä yhteydessä pankkien tai muiden rahoituslaitosten välisiä luotto-, talletus- ja johdannaismarkkinoita. Koska pankkitalletusten kasvu ei useissa maissa ole pysynyt pankkien luotonannon vauhdissa, tukkumarkkinoiden merkitys yhtenä pankkien täydentävänä rahoituksen lähteenä on kasvanut. Tukkumarkkinoilla on tärkeä tehtävä pankkien likviditeetin hallinnassa eli niiden kyvyssä myöntää rahoitusta ja suoriutua velvoitteistaan. Tukkumarkkinoilla likviditeetiltään ylijäämäiset pankit antavat luottoa niille pankeille, joilla on pulaa likviditeetistä. Tukkumarkkinoiden tehokkuus on tärkeää myös yrityksille ja kuluttajille, koska pankin rahoituksen kustannukset heijastuvat pankkiluottojen ja muiden pankkipalveluiden hintoihin.

Tukkupankkimarkkinat ovat osa rahamarkkinoita[21], joilla kaupankäynnin kohteina olevien tuotteiden maturiteetit ovat lyhimmillään yön yli ja pisimmillään yleensä 12 kuukautta. Tukkupankkimarkkinoiden tärkeimmät osa-alueet ovat pankkien vakuudettomat talletusmarkkinat ja vakuudelliset ns. repomarkkinat (repurchase agreement),

[21] Esim. Salavirta 2002, luku 3, ja EKP 2003a.

joilla ostetaan tai myydään vakuuskelpoisia arvopapereita takaisinostositoumuksin.

On tärkeä huomata, että EKP:n rahapolitiikka vaikuttaa keskuspankkikorkojen kautta merkittävästi erityisesti lyhyimpiin rahamarkkinakorkoihin.[22] Jo ennen vuotta 1999 olikin odotettavissa, että talous- ja rahaliiton kolmanteen vaiheeseen siirtyminen merkittävästi kiihdyttäisi rahamarkkinoiden yhdentymistä, koska yhteisen rahapolitiikan oloissa pankkien jälleenrahoituksen hinta on sama koko euroalueella.

Interbanktalletusten korot yhdentyivätkin hyvin nopeasti yhteiseen rahapolitiikkaan siirtymisen myötä tammikuussa 1999. Tammikuun 1999 ensimmäisten viikkojen aikana erot euromaiden keskimääräisissä yön yli -koroissa supistuivat noin 2 pisteeseen. Myös euriborviitekorkojen laskennassa käytettävien parhaiksi luokiteltujen suurten pankkien toisilleen antamien euromääräisten luottojen korkoerot maiden välillä supistuivat nopeasti euron käyttöönoton jälkeen. Kaikkiaan pankkien välisiä vakuudettomia lyhyen rahan markkinoita voidaan eri maiden välisten korkojen lähentymisen perusteella pitää lähes täysin yhdentyneinä. Sen sijaan vakuudellisilla repomarkkinoilla korkojen yhdentyminen on ollut hitaampaa ja sen tiellä on edelleen mm. verotukseen ja kansallisiin lakeihin liittyviä esteitä.[23]

4.3.2 Pääomamarkkinasidonnainen pankkitoiminta

Pääomamarkkinasidonnaisella pankkitoiminnalla tarkoitetaan tässä yhteydessä pankkien pääasiassa suurille yrityksille tarjoamia pankkipalveluita, kuten arvopapereiden liikkeeseenlaskuun liittyviä emissiotakauksia (underwriting) ja muita yrityspankkipalveluita, syndikoitua luotonantoa, yritysjärjestelyihin ja yritysten neuvontaan liittyviä palveluita sekä institutionaalisille sijoittajille tarjottavia arvopaperikauppa- ja varainhoitopalveluita. Pääomamarkkinasidonnaisten pankkipalveluiden kysyntä on viime vuosina voimakkaasti kasvanut, kun eurooppalaiset yritykset ovat entistä enemmän hankkineet rahoitusta Euroopan kasvaneilta pääomamarkkinoilta.

Pääomamarkkinasidonnainen pankkitoiminta on nykyisin suurelta osin maailmanlaajuista kansainvälisten investointipankkien harjoittamaa liiketoimintaa. Esimerkiksi 20 suurimman toimijan yhteenlaske-

[22] Esim. EKP 2004.
[23] Cabral – Dierick – Vesala 2002, luku 3, ja EKP 2003a.

tut markkinaosuudet euroalueen emissiotakauksista ja syndikoiduista luotoista vuonna 2001 olivat yli 90 %.[24]

Euron käyttöönotto 1999 poisti lähes yhdessä yössä monia taloudellisia, säänneltyjä ja psykologisia esteitä, jotka olivat johtaneet Euroopan osake- ja yritysluottomarkkinoiden varsin laajaan eriytymiseen. Tällaisia esteitä olivat mm. valuuttakurssiriskit ja erilaisten institutionaalisten investoijien sijoitusten maantieteellistä ja valuuttakohtaista hajauttamista rajoittaneet määräykset ja käytännöt (tarkemmin luvussa 3).[25] Ennen euron käyttöönottoa yritykset hankkivat markkinaehtoista rahoitusta pääasiassa kotimaisilta rahoitusmarkkinoilta. Markkinoiden eriytymisen takia kotimaisilla pankeilla oli selvä kilpailuetu pääomamarkkinasidonnaisessa pankkitoiminnassa. Kilpailun puute näkyi mm. pankkien emissiotakausten hinnoissa, jotka olivat Euroopassa merkittävästi kalliimmat kuin Yhdysvalloissa.

Euron käyttöönotto madalsi merkittävästi maasta toiseen tehtävien investointien taloudellisia esteitä ja avasi yrityksille pääsyn Euroopan laajuisille raha- ja pääomamarkkinoille. Pääomamarkkinasidonnaisten pankkipalveluiden yhdentymistä kuvaavat tunnusluvut osoittavatkin selkeästi, että näiden palveluiden markkinat ovat huomattavasti yhdentyneet vuoden 1999 jälkeen.

Pääomamarkkinasidonnaisten pankkipalveluiden hintojen yhdentymistä voidaan tarkastella esimerkiksi vertaamalla palkkioita, joita pankit ovat perineet yritysten osakkeiden, ja yrityslainojen liikkeeseenlaskusta. Santosin ja Tsatsaronisin vuonna 2003 tekemän tutkimuksen mukaan yrityslainojen liikkeeseenlaskuun liittyvät pankkien keskimääräiset palkkiot emissiotakauksista[26] ovat pienentyneet voimakkaasti euron käyttöönoton jälkeen (taulukko 2, kolme oikeanpuoleista saraketta). Tutkimuksessa on tarkasteltu eurooppalaisten ja amerikkalaisten yritysten kansainvälisille markkinoille suunnattujen yrityslainojen keskimääräisiä emissiotakauspalkkioita (prosentteina yrityslainojen koosta) vuosina 1994–2001. Nämä palkkiot olivat Euroopassa lähes kaksinkertaiset Yhdysvaltoihin verrattuna vielä vuonna 1998, mutta vuoden 1999 jälkeen ero on kuroutunut umpeen.

Myös pankkien palkkiot yritysten osakeantien emissiotakauksista ja syndikoituihin luottoihin liittyvistä sitoumuksista ovat supistuneet, joskaan eivät niin paljon kuin yrityslainojen emissiotakausten hinnat.[27]

---

[24] Cabral – Dierick – Vesala 2002.

[25] Santos – Tsatsaronis 2003, s. 1–5.

[26] Emissiotakaajat tyypillisesti ostavat liikkeeseen lasketun emission ja myyvät sen eteenpäin. Emissiotakaajien palkkio on osto- ja jälleenmyyntihinnan erotus (esim. Brealey – Myers 2003, luku 15).

[27] Cabral – Dierick – Vesala 2002.

Taulukko 2. **Yrityslainojen emissiotakauspalkkiot Euroopassa ja Yhdysvalloissa 1994–2001**

Vuosi	Emissioiden lukumäärä			Emissioiden suuruus (mrd. USD)			Keskimääräiset bruttopalkkiot (prosentteina emissioiden koosta)		
	USD	Euro	Yhteensä	USD	Euro	Yhteensä	USD	Euro	Yhteensä
1994	82	77	244	19,3	10,7	40,8	1,299	1,553	1,377
1995	116	77	304	25,3	11,6	51,9	1,516	1,797	1,533
1996	116	78	352	30,8	16,9	66,3	1,082	1,543	1,306
1997	148	52	330	47,8	13,6	82,3	1,134	1,732	1,222
1998	175	86	389	67,5	23,5	110,8	0,860	1,664	1,086
1999	239	176	591	93,5	83,0	213,8	0,748	0,803	0,768
2000	192	173	546	105,1	70,9	217,5	0,583	0,685	0,579
2001	131	123	354	96,9	80,0	197,9	0,586	0,426	0,512
Yhteensä	**1 199**	**842**	**3 110**	**486,2**	**310,2**	**981,3**	**0,816**	**0,888**	**0,851**
1994–1998	422	289	1 213	114,3	54	237	1,096	1,654	1,259
1999–2001	634	520	1 703	322,1	246,2	682,4	0,636	0,638	0,622

Lähde: Santos – Tsatsaronis 2003.

Myös muiden tunnuslukujen tarkastelu viittaa pääomamarkkinasidonnaisen pankkitoiminnan yhdentyneen nopeasti euron käyttöönoton jälkeen.[28] Esimerkiksi vertailu yrityslaina- tai osake-emission tehneiden yritysten ja niiden emissiotakaajien kansallisuuksien välillä osoittaa, että emissiotakaajien kotimaisuuden merkitys on nopeasti vähentynyt. Vielä vuonna 1995 kotimaiset pankit olivat aina mukana suurissa yrityslainaemissioissa, mutta vuonna 2000 enää 60 prosentissa emissioita.[29] Erityisesti suuret amerikkalaiset investointipankit ovat nopeasti vallanneet markkinaosuuksia eurooppalaisten pankkien kustannuksella. Suurta osaa pääomamarkkinasidonnaisesta pankkitoiminnasta voidaan pitää globaalistikin varsin yhdentyneenä.

Kaikkiaan pääomamarkkinasidonnainen pankkitoiminta on yhdentynyt viime vuosina voimakkaasti ja palveluiden hinnat ovat laskeneet kireän kilpailun ansiosta. On mielenkiintoista, ettei pääomamarkkinasidonnaisia pankkipalveluita tarjoavien toimijoiden määrä ole viime vuosina kasvanut, vaan markkinat ovat pikemminkin keskittyneet. Pääomamarkkinasidonnaisten pankkipalveluiden markkinat näyttäisivätkin olevan hyvä esimerkki markkinoista, joita luonnehtivat merkittävät suurtuotannon edut[30] ja joilla voimistunut globaali kilpailu tai sen uhka (contestability) on laskenut palveluiden hintoja.

[28] Esim. Cabral – Dierick – Vesala 2002, Galati – Tsatsaronis 2003, Santos – Tsatsaronis 2003.
[29] Esim. Cabral – Dierick – Vesala 2002.
[30] Santos – Tsatsaronis 2003.

4.3.3 Vähittäispankkitoiminta

Vähittäispankkitoiminta ymmärretään usein pankkien perinteiseksi liiketoiminnaksi. Vähittäispankkitoiminnassa pankkien asiakkaina ovat pääasiassa kotitaloudet ja pienet yritykset. Tyypillisiä tuotteita ovat asunto- ja kulutusluotot sekä luotot pienille ja keskisuurille yrityksille, käyttö- ja määräaikaistalletukset sekä maksupalvelut. Viime aikoina myös erilaisten pitkäaikaissäästämiseen liittyvien palveluiden, kuten sijoitusrahastopalveluiden, varainhoidon ja vakuutustuotteiden, merkitys vähittäispankkitoiminnassa on kasvanut. Eurooppalaiset pankit ovat perinteisesti olleet ns. yleispankkeja, jotka tarjoavat laajan valikoiman vähittäispankkipalveluita. Erityisesti suurimmat pankit ovat tarjonneet myös pääomamarkkinasidonnaisia pankkipalveluita. Sen sijaan esimerkiksi Yhdysvalloissa yleispankit ovat harvinaisempia kuin Euroopassa.[31]

Vähittäispankkitoiminta eroaa tukkupankki- ja pääomamarkkinasidonnaisesta pankkitoiminnasta mm. kahdella keskeisellä tavalla. Ensiksikin paikallisten olosuhteiden tunteminen on vähittäispankkitoiminnassa hyvin tärkeää. Pankkien asiakaskunta on levittäytynyt laajalle alueelle, ja asiakkaiden maantieteellinen liikkuvuus on usein vähäistä, minkä vuoksi pankit tarvitsevat paikallistuntemusta ja paikallista konttoriverkkoa. Konttoriverkoston merkitys on todennäköisesti kuitenkin asteittain vähenemässä esimerkiksi sähköisten jakelukanavien kehittymisen myötä. Toiseksi pankkien tuotteet ovat varsin erilaisia eri maissa. Esimerkiksi asuntoluottojen korkosidonnaisuuksissa, keskimääräisissä maturiteeteissa ja vakuusvaatimuksissa saattaa olla suuria eroja maiden välillä.[32]

Nämä erot verrattuna tukku- ja pääomamarkkinasidonnaiseen pankkitoimintaan näkyvät myös tarkasteltaessa vähittäispankkitoiminnan yhdentymisen etenemistä ja mittareita. Vähittäispankkitoiminnan paljolti paikallisen luonteen vuoksi vähittäispankkimarkkinoiden yhdentyminen on lähtökohtaisesti vaikeampaa kuin tukku- ja pääomamarkkinasidonnaisen pankkitoiminnan. Pankkien tuotteiden erilaisuus puolestaan vaikeuttaa yhdentymisen mittaamista. Viimeaikaisessa kirjallisuudessa onkin kiinnitetty paljon huomiota yhdentymistä mittaavien tilastollisten tunnuslukujen kehittämiseen.[33]

---

[31] Esim. Cabral – Dierick – Vesala 2002.
[32] Esim. Cabral – Dierick – Vesala 2002.
[33] Adam – Jappelli – Menichini – Padula – Pagano 2002, Manna 2004.

4.3.3.1 Vähittäispankkitoiminnan yhdentymisen hintatunnusluvut

Kuten todettiin, hintatunnusluvut ovat yksiselitteisimpiä rahoitusmarkkinoiden yhdentymisen mittareita. Yhden hinnan lain nojalla samanlaisten tuotteiden markkinat ovat yhdentyneet, kun tuotteen hintojen erot paikallisilla markkinoilla eivät ole *pysyviä* vaan lähestyvät ajan kuluessa tasapainotasoaan. Toinen yhdentyneiden markkinoiden ominaisuus on se, että tuotteen hintojen *hajonta* eri markkinoilla on kunakin ajankohtana pieni tai olematon.

Pankkitoiminnan yhdentymistä mittaavilla hintatunnusluvuilla pyritäänkin toisaalta arvioimaan pankkien tuotteiden hintojen, kuten eri luotto- ja talletuskorkojen, yhdentymisen *nopeutta*, ja toisaalta yhdentymisen *syvyyttä* tiettynä ajankohtana.

Vähittäispankkipalveluiden tärkeimpiä hintatunnuslukuja ovat kotitalous- ja yritysluottojen ja talletusten keskimääräiset korot ja korkomarginaalit eri maissa. Näistä korkomarginaalit ovat parempia yhdentymisen ja pankkikilpailun voimakkuuden mittareita, koska luottokorkojen taso heijastaa suurelta osin makrotaloudellista eli markkinakorkojen kehitystä. Lisäksi tilastoidut luotto- ja talletuskorot voivat maittaan erota suuresti erilaisten tilastoimiskäytäntöjen vuoksi.

Vähittäispankkitoiminnan yhdentymisen kannalta onkin mielenkiintoisempaa tarkastella korkojen ja korkomarginaalien aikauria. Maakohtaisten marginaalien keskinäinen yhtenäistyminen viittaa markkinoiden yhdentymiseen. Marginaalien kapeneminen voi puolestaan viitata pankkikilpailun kiristymiseen.

Cabral, Dierick ja Vesala vertailivat vuonna 2002 kotitalous- ja yritysluottojen keskimääräisiä korkoja eri euromaissa aikajaksoina 1998–1999 ja 2001–2002 (taulukko 3) laskemalla EKP:n kuukausittaisesta korkoaineistosta maakohtaiset vuosittaiset keskimääräiset korot ja korkomarginaalit suhteessa markkinakorkoihin samana ajankohtana.

Taulukko 3. **Kotitalous- ja yritysluottojen keskimääräiset luottokorot ja korkomarginaalit euromaissa ajanjaksoina 1998–1999 ja 2001–2002**

	Kotitalousluottojen korot				Yritysluottojen korot			
	Keskiarvo (toukok. 1998 – toukok. 1999)		Keskiarvo (toukok. 2001 – toukok. 2002)		Keskiarvo (toukok. 1998 – toukok. 1999)		Keskiarvo (toukok. 2001 – toukok. 2002)	
Euromaa	Korko %	Korko-marginaali	Korko %	Korko-marginaali	Korko %	Korko-marginaali	Korko %	Korko-marginaali
Itävalta	6,33	2,35	6,42	1,70	6,11	2,69	6,07	2,21
Belgia	5,36	1,38	6,37	1,65	4,98	1,57	5,64	1,78
Saksa	6,25	2,27	6,74	2,03	6,23	2,83	7,05	3,19
Suomi	5,24	1,25*	5,24	0,53*	4,31	0,89	4,71	0,85
Ranska	7,16	3,18	7,23	2,52	4,52	1,12	5,31	1,45
Kreikka	12,56**	6,55**	7,65	2,94	16,44	5,61	8,09	4,23
Irlanti	7,49	3,43	6,84	2,12	8,68	5,28	8,67	4,81
Italia	6,71	2,67	6,31	1,60	6,13	2,50	5,64	1,77
Luxemburg	5,18	1,19	5,12	0,40	t/a	t/a	t/a	t/a
Hollanti	5,29	1,31	5,81	1,09	3,67	0,29	4,35	0,49
Portugali	6,36	2,34	6,09	1,38	6,36	2,83	5,51	1,65
Espanja	5,85	1,83	5,78	1,06	6,06	2,53	6,20	2,34
Euroalue	**6,65**	**2,48**	**6,30**	**1,58**	**6,68**	**2,56**	**6,11**	**2,25**
Keskihajonta	**2,01**	**1,48**	**0,76**	**0,76**	**3,50**	**1,67**	**1,34**	**1,34**

* Lähteenä olevassa Cabralin, Dierickin ja Vesalan tutkimuksessa vuodelta 2002 asuntoluottojen korkomarginaalien laskennassa on ilmeisesti käytetty viitekorkoina pitkiä korkoja. Useimmista muista euroalueen maista poiketen Suomessa asuntoluottojen viitekorkoina käytetään pääosin lyhyitä markkinakorkoja, erityisesti 12 kuukauden euriborkorkoa ja pankkien omia primekorkoja. Tästä syystä taulukon Suomea koskevat luvut eivät ole täysin vertailukelpoisia.

Jos Suomen asuntoluottojen viitekorkona käytetään 12 kuukauden euriborkorkoa, Suomen kotitalousluottojen keskimääräiset korkomarginaalit ovat tarkasteluajanjaksoina seuraavat:

toukokuu 1998 – toukokuu 1999: 1,95 prosenttiyksikköä

toukokuu 2001 – toukokuu 2002: 1,50 prosenttiyksikköä.

Näiden korkomarginaalien laskennassa pankkien uusien asuntoluottojen keskikorosta on vähennetty 12 kuukauden euriborkorko (heliborkorko) kuukausittain ja otettu keskiarvo kuukausihavainnoista. Lähde: Suomen Pankin Rahoitusmarkkinat-tilastokatsaus (periodit: toukokuu 1998 – huhtikuu 1999 ja toukokuu 2001 – huhtikuu 2002).

**Tammikuu 1999 – toukokuu 1999.

Lähde: Cabral – Dierick – Vesala 2002.

t/a = Tiedot puuttuvat.

Erityisesti kotitalousluottojen marginaalit kapenivat useimmissa maissa selvästi vuosien 1998–1999 ja 2001–2002 välillä (taulukko 3). Myös kotitalousluottojen marginaalien maiden väliset erot kapenivat, mikä näkyy korkojen keskihajonnan 50 prosentin pienenemisenä. Myös yritysluottojen korkomarginaalit supistuivat ja yhtenäistyivät jonkin verran maiden välillä, joskin selvästi vähemmän kuin kotitalousluottojen marginaalit.

Euroopan komission aineisto[34] kattaa edellä esitettyä Cabralin, Dierickin ja Vesalan tutkimuksen aineistoa pidemmän ajanjakson eli vuodesta 1993 vuoteen 2003. Komission aineiston perusteella sekä lyhytaikaisten yritysluottojen, keskipitkien ja pitkien yritysluottojen ja asuntoluottojen korot yhtenäistyivät EU-maissa vuosien 1993 ja 2001

[34] Euroopan komissio 2004a, 2004b, 2004c.

välillä. Vuoden 2001 jälkeen ovat yhdentyneet vain keskipitkien ja pitkien yritysluottojen korot, kun taas asuntoluottojen ja lyhytaikaisten yritysluottojen korot ovat vuoden 2001 jälkeen alkaneet eriytyä. Kulutusluottojen korot eivät ole puolestaan yhdentyneet lainkaan vuosien 1993 ja 2002 välillä.

Kaikkiaan luottokoroissa ja niiden marginaaleissa on yhtenäistymisestä huolimatta edelleen varsin suuria maittaisia eroja. Hintatunnuslukujen perusteella vähittäisluottomarkkinoita voidaankin edelleen pitää maantieteellisesti varsin eriytyneinä.

Toisin kuin vähittäisluottomarkkinat, vähittäistalletusmarkkinat eivät hintatunnuslukujen perusteella näyttäisi yhdentyneen (taulukko 4). Talletuskorkomarginaalien eli markkinakorkojen ja talletuskorkojen erotuksen kasvu näyttäisi viittaavaan siihen, että pankkien kilpailu talletuksista ei useimmissa maissa ole viime vuosina ainakaan voimistunut.

Kaikkiaan hintatunnusluvut osoittavat, että kotitalous- ja yritysluottojen korot ja korkomarginaalit eroavat edelleen merkittävästi euromaiden välillä. Täysin yhdentyneillä markkinoilla kilpailu poistaisi tällaiset hintaerot. Tunnuslukujen perusteella vähittäispankkipalveluiden markkinoilla on joko taloudellisia (ns. luonnollisia) tai sääntelyyn ja valvontaan liittyviä (luku 7) kilpailun esteitä, jotka vaikeuttavat maiden rajat ylittävää pankkikilpailua. Näitä esteitä tarkastellaan luvussa 4.4.

Taulukko 4. **Vähittäistalletusten keskikorot ja korkomarginaalit euromaissa ajanjaksoina 1998–1999 ja 2001–2002**

	Keskiarvo (toukok. 1998 – toukok. 1999)			Keskiarvo (toukok. 2001 – toukok. 2002)		
	Korko %	Talletus-marginaali*	Kokonais-marginaali**	Korko %	Talletus-marginaali*	Kokonais-marginaali**
Itävalta	2,18	1,24	4,04	2,17	1,69	4,09
Belgia	2,31	1,10	2,81	2,37	1,49	3,57
Saksa	2,46	0,94	3,78	2,49	1,37	4,39
Suomi	1,20	2,21	3,60	1,59	2,27	3,40
Ranska	2,65	0,75	3,04	2,68	1,18	3,48
Kreikka	8,48	2,35	7,77	2,06	1,80	5,89
Italia	2,26	1,37	3,94	1,72	2,14	4,02
Luxemburg	2,50	0,91	2,67	2,54	1,32	2,58
Hollanti	2,33	1,06	2,55	2,32	1,55	3,18
Portugali	2,44	1,08	3,91	2,45	1,41	3,33
Espanja	2,08	1,46	3,89	2,32	1,54	3,68
Euroalue	**2,81**	**1,32**	**3,82**	**2,25**	**1,61**	**3,78**
Keskihajonta	**1,92**	**0,52**	**1,42**	**0,34**	**0,34**	**0,85**

* Talletusmarginaali on markkinaviitekorkojen ja EKP:n keräämien vähittäistalletusten keskimääräisten korkojen erotus.
** Kokonaismarginaali on keskimääräisten luotto- ja talletuskorkojen erotus.
Lähde: Cabral – Dierick – Vesala 2002.

Muita vähittäispankkitoiminnan yhdentymisen etenemisen arvioinnissa yleisesti käytettyjä hintatunnuslukuja ovat mm. maasta toiseen suoritettavien tilisiirtojen hinnat.[35] Nämä tilisiirrot olivat aikaisemmin useimmissa Euroopan maissa hyvin kalliita verrattuna maiden sisäisiin siirtoihin. Tästä syystä Euroopan komissio antoi joulukuussa 2001 paljon keskustelua herättäneen hinta-asetuksen (2560/2001). Sen mukaan euromääräisten tilisiirtojen tuli olla kuluttajalle koko euroalueella samanhintaisia kuin kotimaassa 1.7.2003 alkaen (luku 6).

Hintatunnuslukujen luotettavuus yhdentymisen mittareina edellyttää, että vertailtavat tuotteet ovat mahdollisimman samanlaisia. Vähittäispankkitoiminnassa yhdenmukaisen aineiston kerääminen on haastavaa, koska vähittäispankkien tuotteet eroavat toisistaan maittain mm. korkosidonnaisuuksiltaan ja maturiteeteiltaan. Vaihtoehtoinen tapa tarkastella vähittäispankkitoiminnan yhdentymistä olisikin tarkastella, ovatko esimerkiksi vähittäisluottojen korkosidonnaisuudet ja maturiteetit yhdenmukaistuneet yhteisen rahapolitiikan myötä. Tällaista tutkimusta ei ole kuitenkaan vielä tehty.

4.3.3.2 Maiden rajat ylittävän vähittäispankkitoiminnan laajuutta mittaavat tunnusluvut

Yhdentyneillä rahoitusmarkkinoilla pankeilla ja kuluttajilla ei määritelmän mukaisesti ole esteitä tarjota tai hankkia rahoituspalveluita yli maantieteellisten rajojen. Lisäksi täysin yhdentyneillä markkinoilla pankkien luotonannon ja varainhankinnan maantieteellisessä hajautumisessa ei tulisi olla systemaattisia eroja. Rahoitusmarkkinoiden yhdentymisen etenemistä mitataankin hintatunnuslukujen lisäksi erilaisilla määrätunnusluvuilla, jotka kuvaavat pankkien ulkomaisen vähittäispankkitoiminnan laajuutta ja luotonannon ja varainhankinnan painottuneisuutta kotimaan ja ulkomaiden välillä.

Pankkien ulkomaantoimintojen laajuutta kuvaavat tunnusluvut voidaan edelleen jakaa kahteen luokkaan. *Pankkipalveluiden myyntiä yli maantieteellisten rajojen* kuvaavat tunnusluvut mittaavat erityisesti yrityksille tarjottavien pankkipalveluiden yhdentymistä, koska yritykset ovat näiden palveluiden pääasiallisia käyttäjiä. Kotitalouksien kannalta tärkeämpiä tunnuslukuja ovat *ulkomaisten pankkien sivukonttoreiden ja tytäryhtiöiden* ja *maasta toiseen tehtävien pankkifuusioiden ja yritysostojen* lukumäärät, koska kotitaloudet tyypillisesti hankkivat vain vähän pankkipalveluita suoraan ulkomailta.

[35] Adam – Jappelli – Menichini – Padula – Pagano 2002.

Määrätunnuslukuja tulkittaessa tulee ottaa huomioon niiden tulkintaan liittyvät ongelmat. Määrätunnuslukujen käyttö yhdentymisen mittarina on talousteoreettisesti kiistanalaista, koska useimmille määrätunnusluvuille ei ole olemassa yksiselitteistä teoreettista kiintopistettä (benchmark). Sen sijaan hintatunnuslukujen kiintopiste määräytyy yhden hinnan lain mukaan. Vertaamalla hintatunnusluvun arvoa sen yhden hinnan lakia vastaavaan hintaan voidaan varsin yksiselitteisesti arvioida yhdentymisen syvyyttä.

Määrätunnuslukuja tulkittaessa täytyy olla varovainen kahdesta syystä. Ensiksikin yhden hinnan laki voi periaatteessa päteä, vaikka pankeilla ei olisi lainkaan kaupankäyntiä maasta toiseen. Niinpä markkinat voivat olla yhdentyneet, vaikka kaupankäynti maasta toiseen olisi vähäistä. Potentiaalinen kilpailu ei välttämättä edellytä markkinoilletuloa, vaan pelkkä markkinoilletulon uhka voi pitää kilpailun kireänä. On mm. esitetty, että ulkomaisen kilpailun uhkan voimistuminen paljolti selittää pankkitoiminnan viime vuosien keskittymistä maiden sisällä.[36] Toiseksi pankkien kaupankäynnin suuri määrä maasta toiseen ei toisaalta takaa, että markkinat olisivat yhdentyneet. Suuretkaan kauppavirrat eivät välttämättä tasoita maiden välisiä korkoeroja, vaikka käytännössä näin usein käykin. Nämä varaukset tulee ottaa huomioon tunnuslukuja tulkittaessa.

Euromaiden pankkien luotonanto kotimaahan ja ulkomaille

Euromaiden pankkien taseiden tarkastelu osoittaa, että vähittäispankkipalveluiden suora tarjonta yli maiden rajojen on varsin vähäistä, vaikka se onkin viime vuosina yleistynyt (taulukko 5). Euroalueen rahoituslaitosten maasta toiseen myöntämien luottojen osuus kaikista ei-rahoituslaitoksille myönnetyistä luotoista oli vuonna 2002 vain 3,6 %, kun se vuonna 1997 oli 2,2 %. Talletuksissa vastaavat osuudet olivat 5,2 % vuonna 2002 ja 5,4 % vuonna 1997.

Täysin yhdentyneiden vähittäispankkimarkkinoiden kotimaisilla asiakkailla ei tulisi olla erityisasemaa pankkien luotonannossa, varainhankinnassa tai muussa kaupankäynnissä. Tilastotieteellisin termein pankkien kaupankäynnissä ei yhdentyneillä rahoitusmarkkinoilla ole kotimarkkinavinoutumaa (home bias). Vähittäispankkitoiminnan suurelta osin paikallisen luonteen vuoksi on odotettavissa, että kotimarkkinavinoutumat ovat vähittäispankkitoiminnassa suuria ja ettei niiden täydellistä poistamista voitane pitääkään realistisena tai tavoiteltavana.

[36] Euroopan komissio 2004a, 2004b.

Kotimarkkinavinoutuman suuruuden tarkastelu on kuitenkin käyttökelpoinen yhdentymisen mittari.

Pelkästään pankkien taseiden tarkastelu viittaa siihen, että vähittäispankkitoiminnan kotimarkkinavinoutumat ovat merkittäviä.[37] Adam, Jappelli, Menichini, Padula ja Pagano sekä Manna ovat edistyneiden tilastollisten mittareiden avulla osoittaneet, että kotimarkkinavinoutumat ovat vähittäispankkitoiminnassa suuria sekä luotonannossa että talletuksissa ja että ne eivät ole merkittävästi vähentyneet vuosina 1997–2002. Kotimarkkinavinoutumaa lukuun ottamatta pankkien liiketoiminnan vastapuolen maantieteellisen sijainnin merkitys on kuitenkin viime vuosina vähentynyt.[38]

Taulukko 5. **Euromaiden pankkien koti- ja ulkomaiset saamiset ja velat vuosina 1997–2002**

	Joulukuu 1997	Joulukuu 1998	Joulukuu 1999	Joulukuu 2000	Joulukuu 2001	Maaliskuu 2002
Luotot ei-pankeille, mrd. euroa	5 905	6 349	6 867	7 491	7 952	8 046
Kotimaahan, %	91,6	91,6	90,4	89,9	88,9	88,7
Muihin euromaihin, %	2,2	2,6	3,0	3,2	3,4	3,6
Muualle, %	6,2	5,8	6,6	6,9	7,7	7,7
Talletukset ei-pankeilta, mrd. euroa	5 104	5 444	5 740	6 090	6 576	6 586
Kotimaasta, %	88,0	87,8	86,2	85,1	84,3	83,7
Muista euromaista, %	5,4	5,5	5,3	5,2	5,0	5,2
Muualta, %	6,6	6,7	8,5	9,7	10,7	11,1

Lähde: Cabral – Dierick – Vesala 2002.

Mm. verkkopankkitoiminnan kehittymisen on odotettu lisäävän vähittäispankkitoimintaa maasta toiseen. Toistaiseksi Internetin ja muiden uusien jakelukanavien käyttö on kasvanut pääosin maiden sisäisissä vähittäispankkipalveluissa. Onkin ilmeistä, että erityisesti tietoturvaan ja kuluttajansuojaan liittyvät todelliset ja kuvitellut epävarmuudet hidastavat maiden rajat ylittävän verkkopankkitoiminnan yleistymistä.

Pankkien ulkomaiset sivukonttorit ja tytäryhtiöt

Edellä esitetyt luvut osoittavat, että paikalliset jakelukanavat ovat edelleen olennaisen tärkeitä vähittäispankkipalveluissa. Pankkien paikallisuus, tunnettuus ja hyvä maine ovat vähittäisasiakkaille erityisen

[37] Adam – Jappelli – Menichini – Padula – Pagano 2002, Manna 2004.
[38] Manna 2004.

tärkeitä, ja kynnys hankkia rahoituspalveluita suoraan ulkomailta on edelleen varsin korkea. Esimerkiksi todelliset ja asiakkaiden olettamat puutteet maiden rajat ylittävää kauppaa koskevassa kuluttajansuojassa vähentävät rahoituspalveluiden hankintaa ulkomailta. Siksi paikallisilla toimipisteillä on vähittäispankkipalveluissa luontainen kilpailuetu suoraan ulkomailta vähittäispankkipalveluita tarjoavia pankkeja vastaan. Pankkien menestyminen ulkomaisilla vähittäispankkimarkkinoilla edellyttääkin – ainakin yhdentymisen nykyisessä vaiheessa – paikallisten jakelukanavien rakentamista tai hankkimista. Pankkien ulkomaisten sivukonttoreiden ja tytäryhtiöiden lukumäärät ja niiden taseiden koolla mitattu suhteellinen merkitys kansallisilla markkinoilla ovatkin useimmin käytettyjä vähittäispankkitoiminnan yhdentymisen mittareita.

ETA-maiden luottolaitosten ulkomaisten *sivukonttoreiden* lukumäärä kasvoi vuosina 1997–2002 euroalueen maissa 349:stä 460:een ja EU-maissa 470:sta 571:een (taulukko 6). Rahoituslaitosten ulkomaisten sivukonttoreiden taseiden koolla mitattu suhteellinen merkitys ei ole kuitenkaan kasvanut yhtä paljon. Euroalueen maissa sijaitsevien ETA-maiden rahoituslaitosten ulkomaisten sivukonttoreiden taseiden loppusumma suhteessa euroalueen maiden bruttokansantuotteeseen kasvoi 8 prosentista 9 prosenttiin vuosina 1997–2002. Koko EU-alueen vastaava luku kasvoi 19:stä 24:ään prosenttiin (taulukko 7).

Taulukko 6. **ETA-maiden luottolaitosten ulkomaisten sivukonttoreiden lukumäärät EU-maissa vuosina 1997–2002**

	Maa	1997	1998	1999	2000	2001	2002
	Belgia	25	25	30	34	35	36
	Tanska	7	8	9	9	9	8
	Saksa	46	53	57	62	59	64
	Kreikka	14	14	13	13	13	14
	Espanja	35	36	41	42	49	51
	Ranska	52	53	56	59	55	51
	Irlanti	18	20	26	28	32	31
	Italia	62	65	70	82	94	91
	Luxemburg	61	61	60	55	54	48
	Hollanti	9	10	16	18	19	19
	Itävalta	6	9	12	13	15	15
	Portugali	15	15	17	23	23	21
	Suomi	6	6	7	5	18	19
	Ruotsi	14	17	16	19	19	18
	Iso-Britannia	100	100	99	95	87	85
EU12	**Rahaliittomaat**	**349**	**367**	**405**	**434**	**466**	**460**
EU15	**EU-maat**	**470**	**492**	**529**	**557**	**581**	**571**

Lähde: EKP 2003b.

Taulukko 7. **ETA-maiden luottolaitosten ulkomaisten sivukonttoreiden yhteenlasketut taseet suhteessa isäntämaan bruttokansantuotteeseen**

	Maa	1997	1998	1999	2000	2001	2002
	Belgia	26	19	16	16	12	10
	Tanska	9	14	9	13	11	12
	Saksa	2	3	4	4	4	4
	Kreikka	10	9	9	10	7	8
	Espanja	8	8	7	6	8	9
	Ranska	7	6	7	9	8	8
	Irlanti	46	50	56	55	51	47
	Italia	6	7	6	7	6	6
	Luxemburg	643	632	577	565	609	496
	Hollanti	5	6	6	8	6	6
	Itävalta	2	2	2	2	2	2
	Portugali	10	11	11	11	12	12
	Suomi	8	7	9	7	8	10
	Ruotsi	22	46	42	67	88	99
	Iso-Britannia	73	78	77	81	86	78
EU12	**Rahaliittomaat**	**8**	**8**	**8**	**9**	**9**	**9**
EU15	**EU-maat**	**19**	**21**	**21**	**24**	**25**	**24**

Lähde: EKP 2003b.

ETA-maiden luottolaitosten ulkomaisten *tytäryhtiöiden* lukumäärät euroalueella ja EU-maissa (taulukko 8) kasvoi vuosien 1997 ja 2002 välillä vähemmän, mutta taseiden koolla mitattu suhteellinen merkitys (taulukko 9) enemmän kuin pankkien ulkomaisten sivukonttoreiden vastaavat luvut.

Taulukko 8. **ETA-maiden luottolaitosten ulkomaisten tytäryhtiöiden lukumäärä EU-maissa vuosina 1997–2002**

	Maa	1997	1998	1999	2000	2001	2002
	Belgia	16	17	21	21	22	21
	Tanska	2	4	5	5	7	7
	Saksa	31	32	23	22	21	22
	Kreikka	1	1	1	2	2	2
	Espanja	46	40	36	38	44	40
	Ranska	48	54	54	66	70	64
	Irlanti	21	24	26	26	27	27
	Italia	4	5	6	7	7	10
	Luxemburg	97	96	99	96	89	86
	Hollanti	9	9	9	12	14	14
	Itävalta	20	11	10	11	13	13
	Portugali	6	8	8	10	9	9
	Suomi	0	0	0	0	0	0
	Ruotsi	3	2	2	2	2	1
	Iso-Britannia	21	15	15	16	17	17
EU12	**Rahaliittomaat**	**299**	**297**	**293**	**311**	**318**	**308**
EU15	**EU-maat**	**322**	**319**	**316**	**336**	**334**	**333**

Lähde: EKP 2003b.

Taulukko 9. **ETA-maiden luottolaitosten ulkomaisten tytäryhtiöiden yhteenlasketut taseet suhteessa isäntämaan bruttokansantuotteeseen**

	Maa	1997	1998	1999	2000	2001	2002
	Belgia	43	44	46	46	58	54
	Tanska	0	0	0	0	18	20
	Saksa	4	4	4	4	5	11
	Kreikka	2	4	6	14	15	17
	Espanja	7	7	6	7	8	8
	Ranska*	11	10	9	21	20	19
	Irlanti	73	93	114	118	130	91
	Italia	3	4	4	2	2	0
	Luxemburg	2 154	2 177	2 269	2 111	2 322	2 348
	Hollanti	7	6	4	19	23	21
	Itävalta	4	2	2	2	49	52
	Portugali	21	43	24	46	56	54
	Suomi	0	0	0	0	0	0
	Ruotsi	4	4	6	1	0	t/a
	Iso-Britannia	5	4	5	4	5	4
EU12	**Rahaliittomaat**	**14**	**15**	**15**	**19**	**23**	**23**
EU15	**EU-maat**	**12**	**13**	**13**	**16**	**19**	**n/a**

*Ranskan luvut ovat summa ETA-maissa sekä muissa maissa olevien tytäryhtiöiden taseista.
T/a = Tieto puuttuu.
Lähde: EKP 2003b.

Kaikkiaan ETA-maiden pankkien ulkomaisten sivukonttoreiden ja tytäryhtiöiden suhteellinen merkitys useimpien EU-maiden kansallisilla markkinoilla on edelleen varsin pieni (taulukot 7 ja 9). Toinen tärkeä havainto on, että pankkien ulkomaisten tytäryhtiöiden taseiden koolla mitattu suhteellinen merkitys on suurempi kuin niiden ulkomaisten sivukonttoreiden merkitys (taulukot 6 ja 8). Tämä johtuu suurelta osin siitä, että pankkien ulkomaiset sivukonttorit usein keskittyvät vain tiettyihin kapealle asiakaskunnalle suunnattuihin palveluihin, kuten yritys- ja yksityispankkipalveluihin. On kuitenkin hiukan yllättävää, ettei sivukonttoreiden suhteellinen merkitys ole nykyistä suurempi, koska EU:n lainsäädännön yhden toimiluvan periaatteen tarkoituksena on ollut helpottaa pankkien ulkomaisten sivukonttoreiden perustamista. Tytäryhtiö- ja sivukonttorirakenteiden suhteellisia etuja ja haittoja on tutkittu varsin vähän,[39] minkä vuoksi ei ole täysin selvää miksi sivukonttorirakenteet eivät ole olleet nykyistä yleisempiä.

Maiden rajat ylittävät pankkien fuusiot ja yritysostot

Paikallisen konttoriverkoston ja muiden jakelukanavien rakentaminen voi olla ulkomaisille pankeille hidasta ja kallista. Nopeampia tapoja päästä uusille paikallisille markkinoille ovat yritysostot ja fuusiot paikallisten rahoituslaitosten kanssa. Maiden rajat ylittävien fuusioiden ja yritysostojen lukumäärää ja arvoa käytetäänkin yleisesti yhdentymisen mittareina. Myös pankkien kotimaisten yritysostojen ja fuusioiden käyttäminen pankkimarkkinoiden yhdentymisen mittareina saattaa olla perusteltua. On mahdollista että pankit reagoivat maiden rajat ylittävän pankkikilpailun esteiden madaltumiseen ja kilpailun voimistumiseen kasvattamalla kokoaan kansallisilla markkinoilla.[40] Seuraavassa tarkastellaankin rahoituslaitosten sekä maan sisäisten että ulkomaisten fuusioiden ja yritysostojen viime vuosien kehitystä.

Useimpien EU-maiden pankkisektorit ovat keskittyneet jo 1990-luvun alusta lähtien (taulukko 10). Luottolaitosten lukumäärä on voimakkaasti vähentynyt 1990-luvun alusta saakka useimmissa EU-maissa ja erityisesti suurimmissa. Keskittymiseen on ollut useita syitä. Varsinkin 1990-luvun alkupuolella tärkeimpiä syitä olivat rahoitusmarkkinoiden voimakkaan sääntelyn aikakauden jäljiltä periytyneen ylikapasiteetin purkaminen ja kustannusten karsiminen.[41] Fuusiot ja yritysostot olivat aluksi pääosin kansallisia, pienten osuus- ja säästö-

[39] Dermine 2003, Huizinga 2003.
[40] Esim. Euroopan komissio 2004a.
[41] Esim. Koskenkylä 2002.

pankkien välisiä. Maiden rajat ylittävät fuusiot ja yritysostot ovat yleistyneet. Viime vuosina pankit ovat paitsi laajentaneet kokoaan myös levittäytyneet uusille toimialoille ja erityisesti vakuutustoimialalle.

Taulukko 10. **Luottolaitosten lukumäärä EU-maissa 1997–2002**

	Maa	1997	1998	1999	2000	2001	2002
	Belgia	134	120	119	119	113	111
	Tanska	100	212	210	210	203	178
	Saksa	3 577	3 238	2 992	2 742	2 526	2 363
	Kreikka	53	59	57	57	61	61
	Espanja	411	402	387	368	367	359
	Ranska	1 273	1 226	1 159	1 099	1 050	1 011
	Irlanti	70	78	81	81	88	85
	Italia	935	934	890	861	843	822
	Luxemburg	215	212	211	202	189	177
	Hollanti	100	634	616	586	561	539
	Itävalta	995	898	875	848	836	823
	Portugali	235	227	224	218	212	202
	Suomi	375	348	346	341	369	369
	Ruotsi	124	148	148	146	149	216
	Iso-Britannia	480	521	496	491	452	440
EU12	**Rahaliittomaat**	**8 373**	**8 379**	**7 955**	**7 521**	**7 214**	**6 922**
EU15	**EU-maat**	**9 077**	**9 260**	**8 809**	**8 368**	**8 018**	**7 756**

Lähde: EKP 2003b.

Eurooppalaisten pankkien ulkomaisten fuusioiden ja yritysostojen tarkastelua vaikeuttaa viranomaisten keräämän tilastollisesti yhdenmukaisen tiedon puute. EU-maiden pankkien yritysostojen ja fuusioiden lukumäärästä ja etenkään keskimääräisestä koosta ei ole paljon tilastoitua tietoa. Yksityisen konsulttiyrityksen keräämä aineisto viittaa kuitenkin vahvasti siihen, että pankkien fuusioiden ja yritysostojen keskimääräinen koko on moninkertaistunut vuosina 1998–2001 verrattuna vuosiin 1990–1997 (taulukot 11 ja 12).

Taulukko 11. **Euroalueen pankkien fuusioiden ja yritysostojen yhteenlaskettu vuotuinen arvo vuosina 1990–2001 ja toimialan sisäisten ja ulkoisten fuusioiden ja yritysostojen suhteelliset osuudet kaikista toimialan fuusioista ja yritysostoista**

	Yhteensä	Toimialan sisäiset		Toimialojen väliset		Yhteensä
		Kotimaiset	Ulkomaiset	Kotimaiset	Ulkomaiset	
	mrd. EUR	%	%	%	%	%
1990	15,4	45	7	45	3	100
1991	8,7	76	2	10	12	100
1992	5,2	17	4	19	60	100
1993	12,0	22	3	17	58	100
1994	6,1	73	5	22	0	100
1995	11,0	39	26	32	3	100
1996	6,4	74	1	6	19	100
1997	27,9	74	2	5	19	100
1998	72,4	70	3	17	10	100
1999	70,9	79	13	3	5	100
2000	49,7	38	42	12	8	100
2001 (elokuu)	31,3	31	1	67	1	100
1990–2001	**316,9**	**60**	**11**	**18**	**11**	**100**

Lähde: Cabral – Dierick – Vesala 2002 (alkuperäinen lähde Thomson Financial).

Taulukko 12. **Euroalueen pankkien yritysostojen ja fuusioiden keskimääräinen koko vuosina 1990–1997 ja 1998–2001**

		1990–1997	1998–2001 (elokuu)	1990–2001 (elokuu)
Keskimääräinen koko		273,5	1 116,9	549,6
josta:	Kotimaiset / toimialan sisäiset	315,4	1 279,5	648,8
	Kotimaiset / toimialojen väliset	205,8	1 075,3	413,5
	Rajat ylittävät / toimialan sisäiset	163,6	1 011,7	456,8
	Rajat ylittävät / toimialojen väliset	38,5	575,2	429,5

Lähde: Cabral – Dierick – Vesala 2002.

Arvolla mitattuna 70 % euroalueen pankkien ajanjakson 1990–2001 ulkomaisista fuusioista ja yritysostoista toteutettiin vuoden 1998 jälkeen. Näyttäisi siis siltä, että ulkomaisten fuusioiden ja yritysostojen merkitys on kasvamassa, joskin vuonna 2002 kansainvälistyminen ainakin tilapäisesti hidastui todennäköisesti heikon talouskehityksen takia.[42]

Euroalueen pankkien maasta toiseen tekemien fuusioiden ja yritysostojen arvo on ollut vuosina 1990–2001 vain keskimäärin 11 %

[42] EKP 2003b.

kotimaisten fuusioiden ja yritysostojen arvosta.[43] Suuria ulkomaisia fuusioita ja yritysostoja on nähty erityisesti Pohjoismaissa ja Beneluxmaissa. Sen sijaan suurimmissa Euroopan maissa yritysjärjestelyt ovat olleet pääosin kansallisia.

Voi olla mahdollista, että tässä esitetyt määrätunnusluvut aliarvioivat pankkimarkkinoiden yhdentymisen pitkäaikaisia vaikutuksia. On esitetty, että pankit vastaavat yhdentymisen myötä lisääntyvään pankkikilpailuun ja sen uhkaan muodostamalla kansallisten fuusioiden ja yritysostojen kautta suuria kansallisia yksiköitä. Yhdentymisen mahdollisessa seuraavassa vaiheessa suuret kansalliset pankit ja finanssiryhmät muodostavat isoja alueellisia finanssiryhmiä menestyäkseen kilpailussa vielä suurempia kansainvälisiä ja globaalisti toimivia suurpankkeja vastaan.[44] Tämä näkemys on yhdenmukainen erityisesti pohjoismaisen pankkitoimialan viime vuosien kehityksen kanssa. Lokakuussa 2001 hyväksytty ja lokakuussa 2004 voimaanastuva eurooppayhtiöasetus (luku 7) saattaa tulevaisuudessa olla yksi tärkeimmistä maiden välisiä pankkien rakennejärjestelyjä kiihdyttävistä tekijöistä.

4.4 Yhdentymisen vaikutukset pankkien väliseen kilpailuun ja pankkien tehokkuuteen

Tässä luvussa tarkastellaan, kuinka pankkitoimialan tähänastinen yhdentyminen on vaikuttanut pankkikilpailuun, pankkien tehokkuuteen ja hinnoitteluun. Lisäksi tarkastellaan, kuinka pankkitoimialan ja erityisesti vähittäispankkitoiminnan yhdentymistä on ehdotettu edistettäväksi.

4.4.1 Pankkien välinen kilpailu

Euroopan komission mukaan rahoitustoimialan yhdentyminen voimistaa merkittävästi alan keskittymistä.[45] Keskittyminen etenee pankkitoiminnan eri osa-alueilla kuitenkin eri vauhtia. Komission mukaan

[43] Esim. Buch – DeLong 2003.
[44] Euroopan komissio 2004a, FitchRatings 2004.
[45] Euroopan komissio 2004a, 2004b.

kilpailussa ja keskittymisessä on kolme selvästi toisistaan eroavaa tasoa.

Ensimmäisellä tasolla sekä pankit että niiden asiakkaat toimivat pääasiallisesti kansallisten rajojen sisällä. Yhdentyminen muilla rahoitusmarkkinoiden sektoreilla kuitenkin kiristää pankkien kilpailua, kiihdyttää niiden keskittymistä ja kannustaa paikallisten yritysten markkinoilletuloa paikallisilla markkinoilla.

Toisella tasolla pankkien asiakkaat hankkivat pankkipalveluita edelleen pääasiassa vain kansallisilta markkinoilta. Ulkomaisia pankkipalveluita ei ole joko saatavissa, tai niitä ei juuri käytetä. Kansallisia markkinoita hallitsevat muutamat suuret finanssiryhmät, joista useilla on merkittävää liiketoimintaa monissa maissa. Pankkipalveluiden jakelukanavat ovat kansallisia, mutta useat pankkiryhmien toiminnoista, kuten likviditeetin hallinta ja ns. back office -toiminnot, hoidetaan yhdessä paikassa. Fuusiot ja yritysostot ovat pääasiassa maiden välisiä, minkä vuoksi koko EU-alueen pankkijärjestelmän keskittyneisyys kasvaa. Pohjoismainen pankkitoiminta on esimerkki tällaisesta kehityksestä.

Kolmannella tasolla markkinat ovat joko täysin tai lähes yhdentyneet ja kilpailu on kireää. Rahoituslaitokset toimivat useissa EU-maissa tarjoamalla palveluitaan joko sivukonttoreiden kautta tai suoraan maasta toiseen. Markkinoilletulon esteet ovat matalat, ja uudet toimijat voivat nopeastikin saavuttaa suuria markkinaosuuksia. Esimerkiksi investointipankkitoiminnassa on saavutettu tämä yhdentymisen taso.

Tunnuslukujen ja muiden havaintojen perusteella EU-alueen vähittäispankkitoiminta on pääosin kilpailun ja keskittymisen ensimmäisellä tasolla. Luottolaitosten ja niiden konttoreiden lukumäärä on viime vuosina pääasiassa kansallisten fuusioiden ja yritysostojen seurauksena voimakkaasti vähentynyt. Samalla luottolaitosten keskimääräinen koko on kasvanut: viiden viime vuoden aikana se on useissa EU-maissa kasvanut jopa 50 % ja yli kaksinkertaistunut Isossa-Britanniassa, Alankomaissa, Espanjassa ja Irlannissa.[46] Luottolaitosten keskimääräisen koon kasvun myötä kansalliset markkinat ovat keskittyneet. Useimmissa EU-maissa markkinoita hallitsevat muutamat suuret, useimmiten kansalliset pankit.

Euroopan pankkitoimialan yhdentyminen on kiistatta voimistanut kilpailua tukkupankkitoiminnassa ja pääomamarkkinasidonnaisessa pankkitoiminnassa. Pankkijärjestelmien keskittymisen vaikutukset pankkikilpailuun vähittäispankkitoiminnassa eivät sen sijaan ole yksi-

[46] Euroopan komissio 2004a, s. 31.

selitteisiä. Yhdentymisen tunnusluvut näyttäisivät osoittavan, ettei toimiala ole yhdentynyt merkittävästi: vähittäispankkituotteiden hinnoissa on tuntuvia eroja maiden välillä ja ulkomaisten pankkien markkinoilletulo joko tarjoamalla palveluita suoraan maiden rajojen yli tai sivukonttoreiden tai tytäryhtiöiden kautta on suhteellisen vähäistä. On kuitenkin mahdollista, että yhdentyminen on osaltaan kiihdyttänyt kansallista pankkisektoreiden tehostumista ja keskittymistä, josta myös pankkien asiakkaat ovat ainakin joissakin maissa hyötyneet. Esimerkiksi Pohjoismaissa pankkien kilpailu vähittäisasiakkaista on kireää markkinoiden voimakkaasta keskittymisestä huolimatta ja pankkien asiakkaat ovat hyötyneet pankkitoiminnan tehostumisesta erityisesti aikaisempaa kapeampien luottomarginaalien kautta. Yhdentymisen vaikutuksia on kuitenkin vaikea erotella useista muista tekijöistä, jotka ovat samanaikaisesti kiihdyttäneet pankkitoiminnan tehostumista ja pankkien välistä kilpailua.

4.4.2 Pankkien tehokkuus

Pankkitoiminnan yhdentymisen on toivottu voimistavan pankkien välistä kilpailua, parantavan tehokkuutta ja kaventavan maiden välisiä tehokkuuseroja. Tukkumarkkinoilla ja pääomamarkkinasidonnaisessa pankkitoiminnassa näin on käynytkin. Vähittäispankkitoiminnan tehostuminen ei ole sen sijaan vastannut odotuksia, vaikka pankkien tehokkuus onkin esimerkiksi kulujen ja tuottojen suhteella mitattuna keskimäärin parantunut EU-maissa vuodesta 1994 alkaen.[47] Tehokkuus on kuitenkin heikompi kuin Yhdysvalloissa, ja maiden väliset tehokkuuserot ovat suuria. Maiden väliset tehokkuuserot eivät myöskään ole kaventuneet vaan pikemminkin kasvaneet.[48] Yhdentyvillä markkinoilla pankkien tehokkuuden tulisi parantua ja pankkien välisten tehokkuuserojen supistua. EU:n tavoitteena on ollut purkaa markkinoilletulon esteitä, jotta pankit pystyisivät tehostamaan toimintaansa hyödyntämällä oletettuja suurtuotannon etuja laajoilla yhteismarkkinoilla. Tehokkuuserojen pysyvyys viittaakin siihen, että jotkin markkinoilletulon esteet vaikeuttavat ulkomaista kilpailua vähittäispankkitoiminnassa.

Useimpien arvioiden mukaan keskeiset vähittäispankkitoiminnan yhdentymistä vaikeuttavat tekijät ovat luonteeltaan taloudellisia. On useita syitä, joiden vuoksi kotimaisilla pankeilla on kotimaanmarkki-

[47] Euroopan komissio 2004c, osa IV, kuvio 2.1.2.
[48] Euroopan komissio 2004c, osa IV, kuvio 2.1.3.

noilla kilpailuetu ulkomaisiin kilpailijoihin verrattuna. Ensiksi on ilmeistä, että kotimaiset pankit tuntevat paikalliset asiakkaat ja olosuhteet paremmin kuin ulkomaiset pankit. Tämä informaation epäsymmetria voi estää ulkomaisten pankkien markkinoilletulon, vaikka sille ei olisi juridisia esteitä. Toiseksi kotimaisilla pankeilla on usein laaja maan kattava konttoriverkosto. Kilpailevan konttoriverkoston rakentaminen voi olla huomattavan kallista. Kolmanneksi asiakkaalle saattaa aiheutua pankin vaihtamisesta ns. vaihtamiskustannuksia (switching cost). Pankin ja asiakkaan väliset liikesuhteet ovat usein pitkäaikaisia. Kilpailijapankille voi olla vaikeaa ja kallista houkutella asiakas katkaisemaan pitkäaikainen asiakassuhde. Lisäksi on mahdollista, että markkinoille tuleva kilpailija onnistuu helpoiten houkuttelemaan markkinoilla jo olevilta pankeilta vain niiden huonoimmat asiakkaat.[49] Neljänneksi paikallisilla pankeilla voi olla vähittäisasiakkaiden keskuudessa parempi maine kuin ulkomaisilla pankeilla. Viidenneksi vähittäispankkitoiminnan suur- ja yhteistuotannon edut eivät välttämättä ole niin merkittäviä kuin optimistisimmissa arvioissa odotettiin.[50]

Kaikkien näiden syiden vuoksi ulkomaisten pankkien tulo vähittäispankkimarkkinoille, etenkin tarjoamalla rahoituspalveluja suoraan toisesta maasta, voi olla hyvin vaikeaa. Maiden välisten sääntelyn ja valvonnan esteiden täydellinenkään purkaminen ei takaa, että vähittäispankkitoiminnan suurelta osin kansallinen luonne tulisi muuttumaan.[51] Yhdysvallat on hyvä esimerkki vähittäispankkimarkkinoiden yhdentymisen vaikeudesta. Vaikka Yhdysvalloissa ei ole esteitä osavaltioiden rajat ylittävälle vähittäispankkitoiminnalle, yhdelläkään pankkiryhmällä ei ole merkittävää liiketoimintaa maan kaikilla alueilla ja vain 6 prosentilla pankeista on liiketoimintaa useammassa kuin yhdessä osavaltiossa.[52]

Euroopan komission rahoituspalveluiden toimintasuunnitelman edistymistä ja pankkitoiminnan tulevaisuudennäkymiä arvioinut asiantuntijaryhmä[53] kehottaakin asettamaan realistiset tavoitteet vähittäispankkitoiminnan yhdentymiselle. Ryhmä kehottaa kiinnittämään lainsäädännön kehittämisessä erityistä huomiota kuluttajansuojan yhdenmukaistamiseen, koska se on välttämätön edellytys maiden välisen pankkitoiminnan lisääntymiselle. Lisäksi ryhmä mm. kehottaa painottamaan yhdentymisen edistämisessä niitä vähittäispankkipalveluita,

[49] Broecker 1990.
[50] Esim. Cecchini 1988, Amel – Barnes – Panetta – Salleo 2003, Boot 2003.
[51] Esim. Padoa-Schioppa 2004.
[52] Rosengren 2003, s. 109.
[53] Euroopan komissio 2004d.

joissa yhdentyminen on helpointa. Mahdollisina esimerkkeinä työryhmä mainitsee kulutusluotot, leasingin ja erilaiset säästötuotteet. Lisäksi työryhmä korostaa, että ulkomaisten pankkien tulo markkinoille voi parantaa kotimarkkinoiden tehokkuutta, vaikka ulkomaisten pankkien markkinaosuudet jäisivätkin pieniksi. Ulkomaiset pankit saattavat mm. tuoda mukanaan uusia, tehokkuutta parantavia käytäntöjä ja tuotteita.

4.5 Eurooppalaisen vakuutustoiminnan yhdentyminen

4.5.1 Vakuutustoimiala Euroopassa

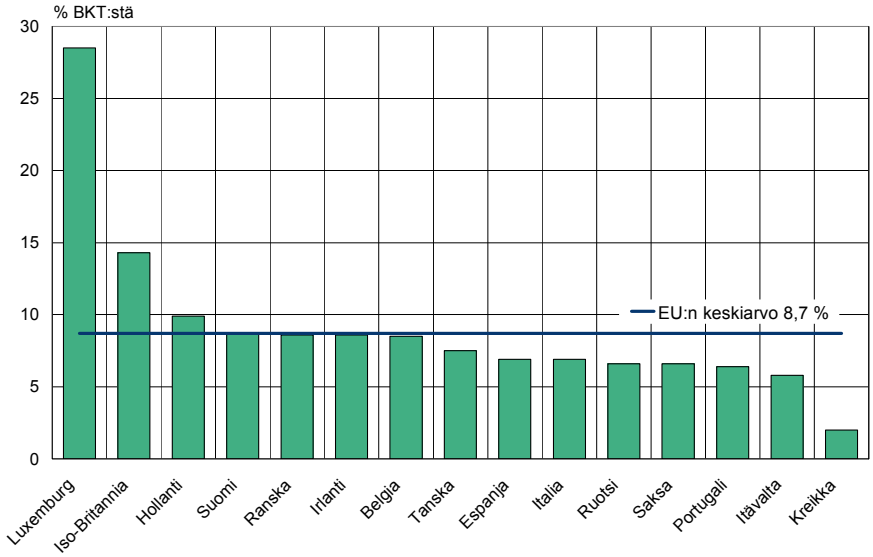
Seuraavassa tarkastellaan Euroopan vakuutustoimialan yhteismarkkinoiden kehittymistä. Vakuutustoimialan kasvu on ollut Euroopassa nopeaa. Käytettäessä kasvun mittarina maksutuloa suhteessa bruttokansantuotteeseen havaitaan, että vakuutusalan maksutulo on Euroopan unionin jäsenmaissa (EU15) kasvanut selvästi kansantuotteen kasvua nopeammin. Vuonna 1990 Euroopan unionin jäsenmaiden yhteenlaskettu maksutulo oli vajaa 6 % jäsenmaiden bruttokansantuotteesta. Vuonna 2002 se oli kasvanut lähes 9 prosenttiin.

Erityisesti henki- ja eläkevakuutuksen maksutulo on kasvanut selvästi talouden kasvua ripeämmin. Tämän kasvun taustalla ovat mm. varautuminen väestön ikääntymiseen sekä yleinen varallisuuden kasvu, josta osa on allokoitunut henki- tai eläkevakuutussäästöihin. Vahinkovakuutuksen maksutulon kasvu Euroopassa on ollut vain hieman nopeampaa kuin BKT:n kasvu.

Vakuutusalan merkitys Euroopan maissa vaihtelee huomattavasti (kuvio 1). Muun rahoitustoimialan tapaan ulkomaiset vakuutusyhtiöt ovat viimeisen kymmenen vuoden aikana perustaneet runsaasti tytäryhtiöitä tai sivukonttoreita Luxemburgiin. Tämä näkyy mm. siinä, että maassa toimivien vakuutusyhtiöiden maksutulo suhteessa kansantuloon on kasvanut poikkeuksellisen nopeasti. Luxemburgissa maksutulo suhteessa BKT:hen oli vuonna 1990 noin 8 % ja vuonna 2002 jo lähes 29 %. Huomattava osa maksutulosta kerätään ulkomaisilta asiakkailta. Vakuutusyhtiöiden kiinnostus Luxemburgia kohtaan johtuu ensisijaisesti edullisesta verotuksesta. Lisäksi esimerkiksi vakuutusyhtiöiden sijoitustoimintaa palvelevien pankkien ja muiden yritysten laaja läsnäolo on myös lisännyt vakuutusyhtiöiden halukkuutta etabloitua maahan. Iso-Britannia on toinen maa, jossa vakuutustoimialan merkitys rahoitusmarkkinoilla on huomattava. Suomessa va-

kuutusmaksutulon kasvu on vuodesta 1990 ollut hieman nopeampaa kuin muualla Euroopassa ja vuonna 2002 maksutulo suhteessa BKT:hen oli Euroopan keskitasoa eli 8,7 %. Ilman TEL-vakuutusmaksutuloa suhdeluku jää kuitenkin selvästi alle Euroopan keskiarvon eli 4,2 prosenttiin.

Kuvio 1. **Vakuutusyhtiöiden maksutulo Euroopassa vuonna 2002**



Lähteet: Euroopan komissio 2004c ja Comité Européen des Assurances.

Nopeinta Euroopan markkinoiden kasvu on viimeisen kymmenen vuoden aikana ollut Espanjassa, Italiassa ja Portugalissa, joissa vakuutusmarkkinat olivat 1990-luvun alussa vielä suppeat. Euroopan suppeimmat vakuutusmarkkinat ovat tällä hetkellä Kreikassa.

Eurooppalaisen henki- ja eläkevakuutustoiminnan kasvu on perustunut ensisijaisesti vakuutuspalveluja tarjoavan laitoksen sijaintimaassa syntyvään maksutuloon. Henkivakuutuspalvelujen tarjonta maasta toiseen on edelleen varsin vähäistä, ja henkivakuutusmarkkinoiden integroituminen on tässä mielessä edelleen alkuvaiheessa. Henki- ja eläkevakuutusyhtiöiden toiminnan laajentuminen ulkomaille on toteutettu ensisijaisesti etabloitumalla kohdemaahan.

Vaikka vakuutustoiminnan integroitumisen tieltä on poistettu useita esteitä ja vakuutusten myynti maasta toiseen on vapautunut, jäljelle on jäänyt edelleen useita esteitä, jotka käytännössä hidastavat vakuutusmarkkinoiden integraation syvenemistä ja vakuutusten myyntiä maasta toiseen. Esimerkiksi kuluttajansuojaa tai sopimuslainsäädäntöä

ei ole Euroopassa yhdenmukaistettu, ja tämä vähentää osaltaan asiakkaiden mielenkiintoa ulkomaisten yhtiöiden palveluja kohtaan. Tärkein henki- ja eläkevakuutusmarkkinoiden integraation syvenemistä hidastava tekijä on kuitenkin kansalliseen käytäntöön perustuva verotus. Vakuutussopimuksia koskevat verotuskäytännöt ja veroasteet voivat maittain poiketa huomattavasti Euroopassa. Lisäksi esimerkiksi yksilöllisissä eläkevakuutuksissa saattaa olla usein ehtoja, jotka käytännössä ohjaavat vakuutuspalvelun ostajat kotimaassa toimiviin vakuutusyrityksiin. Kansallisille vakuutusmarkkinoille etabloituneet vakuutusyhtiöt ovat menestyneet joissakin Euroopan maissa hyvin ja saaneet jo varsin huomattavan markkinaosuuden (taulukko 13). Etabloituminen on toteutettu pääasiassa yritysostojen tai tytäryhtiöiden perustamisen kautta; sivukonttoreiden merkitys on jäänyt vielä vähäiseksi.

Taulukko 13. **Ulkomaisessa omistuksessa olevien yhtiöiden, tytäryhtiöiden ja sivukonttoreiden markkinaosuus henki- ja vahinkovakuutuksen maksutulosta eräissä maissa vuonna 2001**

	Henkivakuutus, %	Vahinkovakuutus, %
Espanja	23,7	29,1
Iso-Britannia	25,8	57,8
Itävalta	33,1	44,6
Luxemburg	61,2	22,0
Saksa	15,4	14,3
Suomi	4,0	35,4
Tanska	17,5	37,4

Lähde: OECD.

Yksi keskeisimpiä muutoksia Euroopan rahoituspalvelusektorilla on viime vuosien aikana ollut pankki- ja vakuutustoimialan kytkentöjen lisääntyminen. Euroopassa tämä on näkynyt mm. useina pankkien ja vakuutusyhtiöiden yhdistymisinä (ns. finanssikonglomeraatit). Toinen pankki- ja vakuutustoimintojen kytkentöjen lisääntymistapa on ollut se, että pankki on perustanut vakuutusyhtiön ja pyrkinyt näin hyödyntämään omaa olemassa olevaa konttoriverkostoaan myös vakuutustuotteiden myymiseksi. Myös useat vakuutusyhtiöt ovat perustaneet pankkeja pyrkiessään laajentamaan asiakkaille tarjottavien rahoituspalvelujen kirjoa. Finanssiryhmittymien keskeisenä tavoitteena on kokonaisasiakkuuden hyödyntäminen toiminnassaan.

Euroopan pankkien ja vakuutusyhtiöiden fuusiokehitys käynnistyi Hollannissa 1990-luvun alussa, kun maan suurin vakuutusyhtiö Na-

tionale Nederlanden ja NMB Postbank yhdistyivät ING-nimiseksi finassiryhmittymäksi. Tämän jälkeen Benelux-maissa on ollut useita pankkien ja vakuutusyhtiöiden yhdistymisiä finanssikonglomeraatiksi. Ilmiö levisi nopeasti myös Ranskaan ja Pohjoismaihin sekä myös muutamiin muihin Euroopan maihin, kuten Espanjaan ja Italiaan.[54] Yhdysvalloissa finanssikonglomeraattien muodostaminen tuli mahdolliseksi vasta marraskuussa 1999, kun ns. Gramm – Leach – Bliley -laki tuli voimaan.

Eräissä maissa pankeista onkin tullut henki- ja eläkevakuutustuotteiden tärkein myyntikanava. Pankkien omistamien vakuutusyhtiöiden markkinaosuus näiden tuotteiden tuottamasta maksutulosta on kasvanut jo yli puoleen markkinoista mm. Espanjassa, Italiassa ja Suomessa.[55]

Vahinkovakuutustoiminnassa vakuutuspalvelujen ostaminen ulkomaiselta vakuutusyhtiöltä on useissa Euroopan maissa yleisempää kuin henkivakuutustoiminnassa, joka on luonteeltaan enemmän vähittäismarkkina- kuin tukkumarkkinatoimintaa. Esimerkiksi kansainvälisillä markkinoilla toimivat yritykset ostavat vahinkovakuutuspalveluja runsaasti myös kotimaansa ulkopuolelta. Yritysasiakkaiden hakeutuminen kansainvälisten vahinkoyhtiöiden asiakkaiksi näkyy osaltaan myös siinä, että etenkin pienissä maissa ulkomaisten vahinkoyhtiöiden markkinaosuudet ovat jo kasvaneet melko suuriksi. Myös vahinkovakuutuksissa on havaittavissa, että ulkomaisten yhtiöiden keräämä maksutulo saadaan ensisijaisesti kohdemaahan etabloitumisen kautta, eikä niinkään palvelujen myyntinä maasta toiseen.

Jälleenvakuutus- ja edelleenvakuutustoiminta ovat luonteeltaan vakuutusyhtiöiden välistä tukkumarkkinoiden toimintaa, ja nämä markkinat ovat kansainvälistyneet ja integroituneet jo pääomanliikkeiden vapautumisen myötä. Kansainvälistymisen myötä Eurooppaan on syntynyt useita huomattavan suuria jälleenvakuutusyhtiöitä ja jälleenvakuutusmarkkinat ovat varsin keskittyneet.

---

[54] Suomen kehityksestä lähemmin Euro & talous, erikoisnumero 2003, s. 38.
[55] Fitch 2002.

4.5.2 Vakuutustoimialan sääntely Euroopassa

Vakuutusmarkkinoiden lainsäädännöllä on pitkä historia Euroopan yhteisössä. Ensimmäinen vakuutusalaa koskeva direktiivi tuli voimaan vuonna 1964, jolloin liberalisoitiin jälleenvakuutusmarkkinoiden toimintaedellytyksiä yhteisön alueella. Tämän ensimmäisen vakuutusmarkkinoita koskevan direktiivin varhaisesta ajankohdasta huolimatta yhtenäisen henki- ja vahinkovakuutusmarkkinoita koskevan lainsäädännön eteneminen on ollut hidasta.

Henki- ja vahinkovakuutusalojen lainsäädäntöä on lisäksi valmisteltu useassa eri vaiheessa. 1970-luvulla säädettiin ensimmäiset henki- ja vahinkovakuutusdirektiivit, joiden keskeinen sisältö oli vakuutuspalvelujen tarjoamisen esteiden poistaminen yhteisön jäsenmaiden kesken. Yhdessä jäsenmaassa toimiva vakuutusyhtiö sai oikeuden perustaa tytäryhtiön tai haarakonttorin toiseen jäsenvaltioon. Valvonnasta vastasi isäntävaltio (host country control).

Toisessa vaiheessa keskeisenä tarkoituksena oli turvata vakuutuspalvelujen myynti maasta toiseen esteettömästi. Vakuutusyhtiöt saivat toisen henkivakuutusdirektiivin ja toisen vahinkovakuutusdirektiivin hyväksymisen jälkeen tarjota vakuutuspalveluja kotivaltiosta koko yhteisön alueelle ilman etabloitumista. Valvonta toimi edelleen isäntävaltio-periaatteella.

Vuonna 1992 voimaan tulleiden kolmansien henki- ja vahinkovakuutusdirektiivien keskeisimpiä muutoksia oli se, että toimiluvan osalta siirryttiin ns. yhden luvan periaatteeseen, eli kotivaltion myöntämällä toimiluvalla yhtiö voi toimia koko yhteisön alueella. Samalla vakuutusyhtiöiden valvonnassa siirryttiin yhtiön kotivaltion harjoittamaan valvontaan (home country control). Vakavaraisuudelle määriteltiin minimivaatimukset, joita Euroopan yhteisön alueella toimivien vakuutusyhtiöiden tuli noudattaa.

Vaikka kolmannen sukupolven henki- ja vahinkovakuutusdirektiivit loivat perustan vakuutusmarkkinoiden yhdentymisen syvenemiselle, on markkinoilla vielä useita esteitä, jotka hidastavat yhdentymisen etenemistä vakuutusalalla. Osa näistä esteistä liittyy markkinoiden toimintaan, kuten kuluttajien halu käyttää kotimaisia palveluja kieli- tai kulttuurierojen vuoksi. Myös ns. informaation epäsymmetria on keskeinen syy siihen, että ulkomaisia vakuutuspalveluja ei vähittäismarkkinoilla juuri käytetä. Eri maista tarjottavien vakuutuspalvelujen hintojen ja vakuutusturvan sisällön vertailu on lähes mahdotonta. Lisäksi vakuutustuotteiden verokohtelu perustuu kansalliseen käytäntöön ja vaihtelee huomattavasti eri maissa.

Verotuksen lisäksi vakuutusalan yhdentymistä hidastaa kuluttajansuojan ja sopimuslainsäädännön epäyhdenmukaisuus.

Vuonna 1999 hyväksytty rahoituspalvelujen toimintasuunnitelma (FSAP) sisälsi myös vakuutusalaa koskevia toimenpidesuosituksia.[56] Lähes kaikki alkuperäisessä FSAP-toimintasuunnitelmassa esitetyt toimenpiteet on hyväksytty Euroopan parlamentin ja neuvoston käsittelyssä. Kaikkia toimenpiteitä ei ole kuitenkin vielä implementoitu kansallisen lainsäädännön tasolla.

Useiden rahoituspalvelujen toimintasuunnitelmassa mainittujen vakuutusalaa koskevien hankkeiden valmistelu oli käynnistetty jo ennen toimintasuunnitelman julkistamista. Vakuutusalan näkökulmasta keskeisimpiä direktiivejä oli mm. finanssiryhmittymään kuuluvien luottolaitosten, vakuutuslaitosten ja sijoituspalveluyritysten lisävalvontaa ja vakavaraisuutta sääntelevä direktiivi, joka hyväksyttiin vuonna 2002 (taulukko 14). Vakuutusyritysten purkamista ja selvitystilaa koskeva direktiivi hyväksyttiin vuonna 2001. Myös ammatillisia lisäeläkkeitä tarjoavien laitosten toimintaa ja valvontaa koskeva direktiivi on keskeinen. Direktiivissä määritellään mm. puitteet lisäeläkkeitä tarjoavien laitosten vakavaraisuudelle ja sijoitustoiminnalle. Muita vakuutusalaa koskevia direktiivihankkeita oli ehdotus vakuutusedustajista annetun direktiivin muuttamisesta. Vielä valmistettavana olevia tai hyväksymistä odottavia vakuutusalan direktiivejä ovat mm. jälleenvakuutusyritysten valvontaa koskeva direktiiviehdotus sekä vakuutusdirektiivien vakavaraisuusvaatimusten uudistaminen (ns. solvenssi II). Käynnissä olevalla tilinpäätösstandardien uudistamisella on myös huomattavia vaikutuksia vakuutusyritysten toimintaan tulevina vuosina.

[56] Euroopan komissio 2004e. FSAP-toimintasuunnitelmasta laajemmin luvussa 7 ja liitteessä 2.

Taulukko 14. **Keskeisiä vakuutusalan direktiivejä**

Neuvoston direktiivi (64/225/ETY) sijoittautumisvapauden ja palvelujen tarjoamisen vapauden rajoitusten poistamisesta jälleenvakuutuksen ja edelleenvakuutuksen osalta.
Ensimmäinen neuvoston vahinkovakuutusdirtektiivi (73/239/ETY).
Ensimmäinen neuvoston henkivakuutusdirektiivi (79/267/ETY).
Toinen neuvoston vahinkovakuutusdirektiivi (88/357/ETY).
Toinen neuvoston henkivakuutusdirektiivi (90/619/ETY).
Kolmas neuvoston vahinkovakuutusdirektiivi (92/49/ETY).
Kolmas neuvoston henkivakuutusdirektiivi (92/96/ETY).
Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (2001/17/EY) vakuutusyritysten tervehdyttämisestä ja likvidaatiosta.
Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (2002/83/EY) henkivakuutuksesta. Direktiivillä kumottiin ensimmäinen, toinen ja kolmas henkivakuutusdirektiivi.
Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (2002/87/EY) finanssiryhmittymään kuuluvien luottolaitosten, vakuutus- ja sijoituspalveluyritysten lisävalvonnasta.
Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi vakuutusedustuksesta (2002/92/EY).
Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (2003/41/EY) ammatillisia lisäeläkkeitä tarjoavien laitosten toiminnasta ja valvonnasta.

4.6 Yhteenveto

Tukkupankkitoiminta ja pääomamarkkinasidonnainen pankkitoiminta ovat tunnuslukujen perusteella EU-maissa varsin pitkälle yhdentyneitä. Tukkumarkkinoilla yhdentyminen toteutui suurelta osin euron käyttöönoton yhteydessä ja heti sen jälkeen. Euron käyttöönotto poisti myös monia pääomamarkkinasidonnaisen pankkitoiminnan yhdentymistä jarruttaneista esteistä. Monien pääomamarkkinasidonnaisten pankkipalveluiden hinnat ovatkin alentuneet Yhdysvaltain hintojen tasolle, kun ne ennen vuotta 1999 olivat jopa kaksinkertaisia.

Vähittäispankkitoiminta on yhdentynyt selvästi hitaammin kuin tukkupankki- ja pääomamarkkinasidonnainen pankkitoiminta. Luotto- ja talletuskoroissa ja muiden pankkipalveluiden hinnoissa on edelleen suuria eroja EU-maiden välillä, ja pankkien ulkomainen liiketoiminta on viime vuosien kasvustaan huolimatta suhteellisen vähäistä. Pankkien välinen kilpailu sekä maiden sisällä että maiden rajojen ylitse näyttäisi kuitenkin viime vuosina eri tunnuslukujen perusteella kiristyneen. Onkin ilmeistä, että maiden rajat ylittävän pankkitoiminnan esteiden purkaminen on lisännyt ulkomaisen kilpailun uhkaa ja siten osaltaan pakottanut paikallisia pankkeja parantamaan tehokkuuttaan.

Pankit ovat vastanneet kilpailun kiristymiseen pääasiassa muodostamalla entistä suurempia kansallisia yksiköitä. On mahdollista, että yhdentymisen seuraavassa vaiheessa ulkomaiset yritysostot ja fuusiot alkavat lisääntyä. Sen sijaan kuluttajien kynnys hankkia vähittäispankkipalveluita suoraan ulkomailta on edelleen varsin korkea, mikä hidastaa suoraan maasta toiseen tarjottavien vähittäispankkipalveluiden yleistymistä.

Vakuutustoiminnan yhdentyminen on edennyt pankkitoiminnan yhdentymistä hitaammin. Henki- ja eläkevakuutusmarkkinoiden yhdentyminen on vielä alkuvaiheessa. Henki- ja eläkevakuutusyhtiöiden maksutulo perustuu ensisijaisesti näitä palveluja tarjoavien laitosten sijaintimaasta saatavaan maksutuloon ja palvelujen tarjonta maasta toiseen on vielä vähäistä. Vahinkovakuutusmarkkinoiden yhdentyminen on edennyt nopeammin, koska esimerkiksi yritykset ostavat vahinkovakuutuksia myös kansainvälisiltä markkinoilta. Pisimmälle vakuutusmarkkinoiden yhdentyminen on edennyt jälleenvakuutustoiminnassa, joka on luonteeltaan vakuutusyhtiöiden välistä tukkutoimintaa.

Lähdeluettelo

Adam, K. – Jappelli, T. – Menichini, A. – Padula, M. – Pagano, M. (2002) **Analyse, compare and apply alternative indicators and monitoring methodologies to measure the evolution of capital market integration in the European Union.** Centre for Studies in Economics and Finance (CSEF). Department of Economics and Statistics. University of Salerno.

Amel, D. – Barnes, C. – Panetta, F. – Salleo, C. (2003) **Consolidation and efficiency in the financial sector: A review of the international evidence.** Journal of Banking and Finance. Ilmestymässä lähiaikoina.

Boot, A. (2003) **Restructuring in the banking industry with implications for Europe.** EIB papers, vol. 8, No. 1.

Brealey, R. – Myers, S. (2003) **Principles of corporate finance.**

Broecker, T. (1990) **Credit-worthiness tests and interbank competition.** Econometrica 58, 429–452.

Buch, C. – DeLong, G. (2003) **Cross-border bank mergers: What lures the rare animal?** Journal of Banking and Finance. Ilmestymässä lähiaikoina.

Cabral, J. – Dierick, F. – Vesala, J. (2002) **Banking integration in the euro area.** ECB Occasional Paper No. 6.

Cecchini, P. (1988) **The European challenge in 1992: The benefits of a single market.** Aldershot.

De Avila, J. (2003) **Finance and growth in the EU: new evidence from the liberalisation and harmonisation of the banking industry.** ECB Working Paper No. 266.

Dermine, J. (2003) **Banking in Europe: Past, present and future.** Teoksessa Gaspar ym. (toim.) The transformation of the European financial sector (Second ECB Central Banking Conference).

EKP (2003a) **Money market study 2002.**

EKP (2003b) **Structural analysis of the EU banking sector.**

EKP (2004) **Rahapolitiikan toteuttaminen euroalueella.**

Euro ja talous (2003) **Rahoitusjärjestelmän vakaus.** Erikoisnumero. Suomen Pankki. Helsinki.

Euroopan komissio (1985) **The completion of the internal market.**

Euroopan komissio (2004a) **Financial Integration Monitor 2004.** Commission Staff Working Document. SEC (2004) 559.

Euroopan komissio (2004b) **Financial Integration Monitor 2004: Background Document.** Internal Market DG. Working paper.

Euroopan komissio (2004c) **Financial Integration Monitor 2004: Annex to the Background Document.** Internal Market DG. Working paper.

Euroopan komissio (2004d) **Financial Services Action Plan: Progress and Prospects.** Expert Group on Banking. Final Report. Toukokuu. http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/actionplan/docs/stocktaking/fasap-stocktaking-report-bank_en.pdf.

Euroopan komissio (2004e) **Financial Services Action Plan: Progress and Prospects.** Expert Group on Insurance and Pensions. Final Report. Toukokuu.

Fitch (2002) **Bancassurance overview.** Heinäkuu.

FitchRatings (2004) **M&A activity in the European banking sector: Is cross-border consolidation finally on the cards?** Special report. 15.3.2004.

Galati, G. – Tsatsaronis, K. (2003) **The impact of the euro on Europe's financial markets.** Financial Markets Institutions & Instruments, 12(3), s. 165–222.

Gaspar, V. – Hartmann, P. – Sleijpen, O. (toim.) (2003) **The transformation of the European financial sector** (Second ECB Central Banking Conference).

Giannetti, M. – Guiso, L. – Jappelli, T. – Padula, M. – Pagano, M. (2002) **Financial markets integration, corporate financing and economic growth.** Final report by the Centre for Economic Policy Research to the European Commission.

Gual, J. (1999) **Deregulation, integration and market structure in European banking.** EIB papers, vol. 4, No. 2.

Gual, J. (2004) **The integration of EU banking markets.** CEPR discussion paper No. 4212.

Hartmann, P. – Maddaloni, A. – Manganelli, S. (2003) **The euro area financial system: Structure, integration, and policy initiatives.** Oxford Review of Economic policy, Vol. 19(1), 180–213.

Huizinga, H. (2003) **Kommentti Derminen (2003) artikkeliin.** Teoksessa Gaspar ym. (toim.) (2003) The transformation of the European financial sector (Second ECB Central Banking Conference).

Koskenkylä, H. (2002) **Efficiency and competition in European Banking.** Irish Banking Review, Summer.

London Economics (2002) **Quantification of the macroeconomic impact of integration of EU financial markets.** Final report by London Economics in association with PriceWaterhouseCoopers and Oxford Economic Forecasting to the European Commission.

Manna, M. (2004) **Developing statistical indicators of the integration of the euro area financial system.** ECB Working Paper No. 300.

OECD (2003) **Insurance Statistics Yearbook.**

Padoa-Schioppa, T. (2004) **The evolving European financial landscape: integration and regulation.** Puhe Groupe Caisse des Depots/KfW:n järjestämässä seminaarissa. Berliini 22.3.2004. http://www.ecb.int.

Rosengren, E. (2003) **Kommentti Derminen (2003) artikkeliin.** Teoksessa Gaspar ym. (toim.) (2003) The transformation of the European financial sector (Second ECB Central Banking Conference).

Salavirta, E. (2002) **Raha- ja pääomamarkkinat.** Teoksessa Heikki Koskenkylä (toim.) Suomen rahoitusmarkkinat 2002. Suomen Pankin tutkimuksia A:102. Helsinki.

Santos, J. – Tsatsaronis, K. (2003) **The cost of barriers to entry: evidence from the market for corporate euro underwriting.** BIS Working Papers No. 134.

Vander Vennet, R. (2002) **Cost and profit efficiency of financial con-glomerates and universal banks in Europe.** Journal of Money, Credit and Banking. 34, 254–282.

Luku 5

Pörssitoiminnan ja selvitysjärjestelmien yhdentyminen

Kirsi Ripatti

5 Pörssitoiminnan ja selvitysjärjestelmien yhdentyminen 116
5.1 Johdanto 116
5.2 Sääntely, valvonta ja muut viranomais- tai markkinalähtöiset toimet 118
5.2.1 Euroopan komission toimenpiteet ja sitä tukevat toimet 118
5.2.2 Muut viranomais- ja markkinalähtöiset toimet 124
5.3 Kauppapaikat ja selvityskeskukset – kohti suurempia kokonaisuuksia 126
5.3.1 Alueen yhdentyminen tutkimusten valossa 126
5.3.2 Konsolidointi funktionaalisen lähestymistavan mukaisesti 127
5.3.3 Konsolidointi horisontaalissa ja vertikaalissa toimintaympäristössä 129
5.4 Integraation kehitysnäkymät ja haasteet 136
5.5 Yhteenveto 138

Lähdeluettelo 140

5 Pörssitoiminnan ja selvitysjärjestelmien yhdentyminen

5.1 Johdanto

Tehokkaat, nykyaikaiset rahoitusmarkkinat edellyttävät hyvin toimivia kauppapaikkoja arvopapereille. Kun sopimus arvopaperikaupasta osapuolten välillä on syntynyt joko pörssissä tai kahdenvälisesti esimerkiksi sääntelemättömillä markkinoilla, käynnistyy selvitysprosessi (clearing), jonka lopputuloksena kauppa toteutuu ja ostaja saa kaikki kaupan kohteeseen liittyvät oikeutensa ja myyjä rahansa. Jälkimmäistä toimintoa kutsutaan toimitukseksi (settlement). Arvopaperikauppojen selvitys- ja toimitusjärjestelyt ovat koko modernin rahoitusjärjestelmän kulmakiviä, ja niihin rahoitusmarkkinoiden tehokkuus ja luotettavuus perustuvat.

Tässä luvussa tarkastellaan integraatiota arvopaperimarkkinoiden infrastruktuuripalvelujen tuotantorakenteen näkökulmasta. Integraatiossa eli maiden välisen toiminnan esteiden poistumisessa on kaksi keskeistä tapaa: omistusjärjestelyt eli palveluntarjoajien väliset yrityskaupat tai palveluntarjoajien käyttämien järjestelmien yhteensopivuuden parantaminen. Kauppapaikat ovat yhdentyneet pitkälti markkinaehtoisilla omistusjärjestelyillä eli konsolidoinnilla, joskin myös ilman omistusjärjestelyjä toimivalla kaupankäyntijärjestelmien yhteiskäytöllä tai niiden teknisluonteisella yhdenmukaistamisella on saavutettu merkittäviä hyötyjä. Omistusjärjestelyillä on taipumus aikanaan johtaa yhteisiin järjestelmiin. Jäljellä on kuitenkin vielä varsin hajanainen toimintakenttä – lähes 20 erilaisin säännöin ja teknisin järjestelmin toimivaa osakepörssiä EU-alueella. Selvitys- ja toimitusjärjestelmien osalta kehitys on ollut lähinnä järjestelmien yhdenmukaistamista aivan viime aikoihin saakka. Selvitys- ja toimitusjärjestelmä ovat hyvin keskeinen tekijä yhtenäismarkkinoiden syntymiselle, sillä arvopaperimarkkinoiden tehokkuuden eduista ei voida nauttia ilman luotettavia selvitys- ja toimitusjärjestelmiä sekä näistä järjestelmistä vastaavia toimijoita.

Maiden väliset kaupat voidaan selvittää kolmen kanavan avulla. Sijoittajan käyttämä välittäjä voi itse toimia etäjäsenenä (suora pääsy) ulkomaisessa arvopapereiden toimitusjärjestelmässä. Välittäjä voi myös käyttää apunaan joko sellaiseen toimintaan erikoistunutta pankkia (ns. säilytysyhteisöä) tai arvopaperikeskusta, jolla on pääsy ulkomaiseen arvopapereiden toimitusjärjestelmään. Erityisesti aiemmin on käytetty paikallisen osallistujan tai kansainvälisen arvopaperikeskuk-

sen tarjoamia palveluja. Yhteydet ovat siten olleet pääasiassa välillisiä.

Euron käyttöönoton myötä kiinnostus lisääntyi EU:n kattavaan rahoitustoimintaan. Maiden välisten toimintojen tehottomuus ja kalleus on korostunut erityisesti sirpaloituneessa ja pitkälti kansallisiin käytänteisiin perustuvassa arvopapereiden selvityksessä ja toimituksessa. Maiden välisten toimintojen tehostamista pidetäänkin yhtenä suurimmista haasteista rahoituspalvelujen yhtenäismarkkinoiden saavuttamiseksi.

Yksityisomistuksessa olevien eurooppalaisten markkinapaikkojen sirpaloituneisuus ei johdu niinkään viranomaisten asettamista esteistä vaan pikemminkin maiden välisten kauppojen korkeista kustannuksista, jotka heijastavat tehottomuutta kaupan jälkeisissä vaiheissa, kauppojen selvityksessä ja toimituksessa. Vaikka nämä järjestelyt ovat Euroopassa varsin kustannustehokkaita ja turvallisia kansallisiin tarpeisiin, maiden väliset järjestelyt ovat monimutkaisia ja hajanaisia, mikä lisää tuntuvasti kustannuksia, riskejä ja tehottomuutta. Käytännössä välikäsiä on ollut useita ja kansallisilla järjestelyillä on ollut rajallinen monopolin luonteinen asema. Tehottomat selvitys- ja toimitusjärjestelyt heikentävät toimijoiden kykyä ja halua käydä EU:ssa arvopaperikauppaa, vähentävät rahoitusmarkkinoiden likviditeettiä ja nostavat tarpeettomasti pääoman hintaa.

Vuosina 2001 ja 2003 julkaistujen ns. Giovannini-raporttien[1] mukaan kaupan jälkeistä tilannetta voidaan parantaa merkittävästi markkinajohtoisen kansallisten järjestelmien yhdentymisen avulla. Tämän suuri este on kuitenkin voittoa tavoittelevien paikallisten yritysten ja monopolien olemassaolo.

Eräällä toisella rintamalla on sen sijaan hiljakseen edistytty. Lamfalussy-raportin[2] ansiosta lainsäädäntöprosessi tehostui, ja samalla Euroopan arvopaperimarkkinoiden valvojien komitealle (Committee of European Securities Regulators, CESR) annettiin merkittävä asema. Lakien luonnostelua konsultoivan roolin lisäksi komitealle on nyt annettu valtuudet antaa ohjeita ja yhteisiä standardeja kansallisen sääntelyn avuksi ja yhteistyön lisäämiseksi. Tämä saattaa olla askel tasapuolisen eurooppalaisen pelikentän muodostumisen suuntaan.[3]

EU:n markkinapaikkojen infrastruktuuriratkaisut ovat keskittyneet euron käyttöönoton jälkeen muutamaan markkinapaikkojen ja selvitysjärjestelmien operaattoreina toimivaan yhtiöön, jotka samalla usein toimivat tietojärjestelmien tuottajina. Keskeisimmät yhtiöt ovat

---

[1] Giovannini 2001, 2003.
[2] Lamfalussy Report (2001). Lisää aiheesta on myös tämän kirjan luvussa 7.
[3] Tämän kirjan luku 7.

Euronext-ryhmä[4] ja Deutsche Börse[5]. Myös etenkin Pohjoismaissa ja Baltiassa toimiva OMHEX (lähemmin jaksossa 5.3.3) on saanut merkittävän aseman erinomaisen teknisen osaamisensa vuoksi. Näiden eurooppalaiset kilpailijat ovat lähinnä kansallisia toimijoita. Kauppojen toteuttamis- ja säilytystoiminnoissa tukkumarkkinoita dominoivat kansainväliset arvopaperikeskukset, kun taas kansalliset arvopaperikeskukset palvelevat välillisesti piensijoittajia.

Sisämarkkinoiden syventäminen edellyttää kaupankäynti- sekä selvitys- ja toimitusjärjestelmien ja niiden sääntelykehikon yhdenmukaistusta. Tarve kustannustehokkaisiin ratkaisuihin johtaa konsolidointiin niin kauppapaikkojen kuin selvitys- ja toimitusjärjestelmienkin osalta. Tässä artikkelissa käsitellään sääntelykehikkoa, valvonnallisia kysymyksiä sekä viranomais- ja markkinalähtöisiä aloitteita, paneudutaan tarkemmin konsolidointiin sekä horisontaalissa ja vertikaalissa toimintaympäristössä että funktionaalisen lähestymistavan näkökulmasta. Lopuksi pyritään luotaamaan kehitysnäkymiä.

5.2 Sääntely, valvonta ja muut viranomais- tai markkinalähtöiset toimet

5.2.1 Euroopan komission toimenpiteet ja sitä tukevat toimet

Viimeaikaiset tutkimukset osoittavat, että rahoitusmarkkinasektorin integraatio voi lisätä taloudellista kasvua noin prosentin seuraavan kymmenen vuoden kuluessa ja parantaa kokonaistyöllisyyttä 0,5 %. Lisäksi maiden välisen selvitystoiminnan tehostamisella saavutettavat kustannussäästöt voivat kasvaa merkittäviksi.[6]

Sisämarkkinoiden luomisen periaatteiden mukainen arvopaperikaupan vapauttaminen otti ensiaskeleensa 1.1.1996, jolloin kaksi vuoden 1993 aikana annettua direktiiviä tuli voimaan. Sijoituspalveludirektiivi (KOM 93/22/EY) antaa sijoituspalveluyrityksen toimiluvalla toimiville yrityksille valtuudet harjoittaa toimintaansa kaikissa jäsenvaltioissa sen jälkeen kun ne ovat saaneet toimiluvan kotijäsenvaltiossaan. Kyse on koko EU:n alueella voimassa olevan toimiluvan – ns.

[4] Euronext-ryhmä toimii Alankomaissa, Belgiassa, Isossa-Britanniassa, Portugalissa ja Ranskassa.
[5] Deutsche Börse -ryhmä toimii Itävallassa, Luxemburgissa ja Saksassa.
[6] LE 2002.

eurooppalaisen passin – myöntämisestä. Omien varojen riittävyydestä annetussa direktiivissä (KOM 93/6/EY), jossa vahvistetaan sijoituspalveluyritysten perustamiseen vaadittava vähimmäisalkupääoma, asetetaan ehdot tällaisen eurooppalaisen passin myöntämiselle.

Arvopaperien selvitys- ja toimitusjärjestelmiä koskevan lainsäädännön puuttuminen EU:ssa ja se, että joillakin selvitys- ja toimituspalveluita tarjoavilla laitoksilla on pankin tai sijoituspalveluyrityksen toimilupa, aiheuttavat ongelmia palvelujen tarjonnan oikeuksissa. Eroja on myös selvitys- ja toimituspalvelujen tarjoajiin sovellettavissa vakavaraisuusvaatimuksissa.

Merkittävät rakenteelliset muutokset eurooppalaisilla rahoitusmarkkinoilla, kuten erityisesti euron käyttöönoton myötä lisääntynyt kiinnostus maiden välisen toimintaan myös rahoituspalvelusektorilla, ovat saaneet aikaan tarpeen muuttaa rahoituspalvelujen lainsäädäntöä. Komissio esitti rahoituspalveluja koskevassa, vuonna 1999 julkaisemassaan toimintasuunnitelmassa (Financial Services Action Plan, FSAP)[7] tavoitteita yhtenäismarkkinoiden saavuttamiseksi. Näistä koskevat kauppapaikkoja ja selvitysjärjestelmiä ainakin välillisesti seuraavat tavoitteet:

- yhtenäiset tukkurahoitusmarkkinat, tavoitteena pääoman hankkiminen koko EU:n alueella
- yhdentyneiden arvopaperi- ja johdannaismarkkinoiden yhteisen oikeudellisen kehyksen luominen
- järjestelmäriskin hallinta arvopaperiselvityksessä
- turvalliset ja avoimet olosuhteet maiden välisille rakenneuudistustoimille
- toimivat yhtenäismarkkinat sijoittajille.

Oikeudellisten kysymysten aiheuttamia ongelmia voidaan pitää yhdentymisen merkittävinä esteinä. Tällaisia kysymyksiä ovat mm. erot kansallisten lainvalintasääntöjen soveltamisessa, kansalliset erot kahdenvälisen nettoutuksen oikeudellisessa kohtelussa ja arvopapereihin kohdistuvien oikeuksien kohtelua koskevan EU:n laajuisen kehyksen puuttuminen. Kaikki nämä ovat omiaan lisäämään maiden välisen selvityksen ja toimituksen kustannuksia ja epävarmuutta.

Nykyisessä EU:n lainsäädännössä käsitellään jo joitakin näistä kysymyksistä. Nettoutuksen oikeudellisessa kohtelussa olevia eroja ja lainvalintaa on jo käsitelty selvityksen lopullisuudesta annetussa direktiivissä (KOM 98/26/EY) ja rahoitusvakuusjärjestelyistä annetussa

[7] KOM (1999) 232.

direktiivissä (KOM 2002/47/EY). Näissä direktiiveissä on myös erityissäännöksiä, jotka koskevat maksukyvyttömyyslakien soveltamista arvopapereiden selvitys- ja toimitusjärjestelmiin sekä rahoitusvakuusjärjestelyihin ja joiden tarkoituksena on lisätä järjestelmien ja rahoitusvakuusjärjestelyjen turvallisuutta. Molemmat direktiivit on pantu täytäntöön myös Suomen lainsäädännössä.

Muita meneillään olevan FSAP-prosessin loppuvaiheessa hyväksyttyjä direktiivejä on huhtikuussa 2003 voimaan tullut markkinoiden väärinkäyttödirektiivi (KOM 2003/6/EY). Se laajentaa kansallisten valvontaviranomaisten valvonta- ja tutkintavaltuuksia, ja sen odotetaan ehkäisevän ennalta markkinoilla ilmeneviä väärinkäytöksiä, mutta myös tehostavan niiden havaitsemista ja tutkimista. Joulukuussa 2003 tuli voimaan esitedirektiivi (KOM 2003/71/EY), jonka tarkoituksena on yhdenmukaistaa arvopaperien tarjoamisiin ja listaamisiin liittyviä esitevaatimuksia sekä helpottaa jäsenvaltioiden arvopaperien tarjoamista maasta toiseen EU-alueella. Direktiivi helpottaa pääoman hankkimista koko EU-alueelta ja myös vähentää liikkeeseenlaskijoiden ja arvopaperien tarjoajien kustannuksia.

Yksi merkittävimpiä FSAP-prosessiin sisältyneitä hankkeita oli sijoituspalveludirektiivin uudistaminen Lamfalussy-prosessin mukaisesti uudella kehysdirektiivillä (Directive on Financial Instruments Markets, FIM), joka hyväksyttiin Euroopan unionin neuvostossa huhtikuun 2004 lopussa (KOM 2004/39/EY). Uusi direktiivi on saatettava voimaan jäsenvaltioissa kahden vuoden kuluttua julkaisemisesta. Sijoituspalveludirektiivin uudistushankkeen tarkoituksena on mm. lisätä vertikaalisten yhteistyöjärjestelyjen (ns. siilojen) avoimuutta tarjoamalla kauppapaikan osapuolille mahdollisuus valita, missä yhteisön säännellyillä markkinoilla ne kauppansa selvittävät. Direktiivi ottaa kantaa myös kuluttajansuojakysymyksiin tuomalla uutena alueena sääntelyn ja valvonnan piiriin sijoitusneuvonnan, mistä tulee luvanvarainen palvelu. Toinen uusi laajennus on direktiivin soveltamisalan laajeneminen hyödykejohdannaisiin. Direktiivissä selvennetään maiden välisten palvelujen valvontavastuuta. Mikäli palvelua tarjotaan suoraan maasta toiseen, laajennetaan kotivaltion valvontavastuuta. Sivukonttoreiden osalta puolestaan sijaintimaan valvonta vahvistuu, koska tämä viranomainen on lähimpänä sivuliikettä ja pystyy paremmin havaitsemaan toimia koskevien sääntöjen mahdollisen rikkomisen ja puuttumaan siihen.

Taulukko 1. **Keskeiset pörssitoimintaan ja selvitysjärjestelmiin liittyvät Euroopan komission toimenpiteet**

Toimenpiteen nimi ja numero
Neuvoston direktiivi (89/298/ETY) arvopapereita yleisölle tarjottaessa julkistettavan tarjousesitteen laatimisesta, tarkastusta ja levittämistä koskevien vaatimusten yhteensovittamisesta 17.4.1989.
Neuvoston direktiivi (93/22/ETY) sijoituspalveluista arvopaperimarkkinoilla 10.5.1993.
Neuvoston direktiivi (93/6/ETY) sijoituspalveluyritysten ja luottolaitosten omien varojen riittävyydestä 15.3.1993.
Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (98/26/EY) selvityksen lopullisuudesta maksujärjestelmissä ja arvopaperien selvitysjärjestelmissä 19.5.1998.
Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (2001/34/EY) arvopaperien ottamisesta viralliselle pörssilistalle sekä siihen liittyvästä tiedonantovelvollisuudesta 28.5.2001. Tällä direktiivillä (ns. esitedirektiivi) koottiin yhteen seuraavat direktiivit: (79/279/ETY), (80/390/ETY) ja (82/121/ETY).
Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (2002/47/EY) rahoitusvakuusjärjestelyistä 6.6.2002.
Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (2003/6/EY) sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista (markkinoiden väärinkäyttö) 28.1.2003.
Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (2003/71/EY) arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettavasta esitteestä ja direktiivin (2001/34/EY) muuttamisesta.
Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (2004/39/EY) rahoitusvälineiden markkinoista (ns. sijoituspalveludirektiivi II) 21.4.2004.
Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (2004/XX/EY) säännellyillä markkinoilla listattujen arvopapereiden liikkeeseenlaskijoita koskevien tiedonantovelvollisuuksien yhtenäistämisestä. Direktiiviä ei ole vielä julkaistu EU:n virallisessa lehdessä.
Komission tiedonanto neuvostolle ja Euroopan parlamentille: Selvitystoiminta Euroopan unionissa – Keskeiset kysymykset ja tulevaisuuden haasteet KOM(2002)257, 28.5.2002.
Komission tiedonanto neuvostolle ja Euroopan parlamentille: Selvitystoiminta Euroopan unionissa – Kehitysmahdollisuudet KOM(2004)312, 28.4.2004.

Edellä mainitut Giovannini-raportit ovat olleet erityisen tärkeitä integraation etenemisen kannalta, koska ne ovat luoneet sillan monisyisten teknisten kysymysten ja poliittisten tavoitteiden välille. Ne ovat luoneet selkeästi paineita poistaa perusteettomat esteet ja ovat herättäneet infrastruktuuripalvelujen tuottajat ja viranomaiset siihen, että vallitsevalla tehottomuudella voi olla vakavia seurauksia EU:n taloudelle. Markkinaosapuolista koostuvan, komissiota avustavan Giovannini-ryhmän ensimmäisessä raportissa on mainittu 15 tekijää, jotka estävät maiden välistä arvopaperien selvitystä ja toimitusta kehittymästä ja

tehostumasta. Toinen raportti puolestaan pyrkii esittämään keinoja näiden esteiden poistamiseksi ja tehokkuuden lisäämiseksi eurooppalaisessa selvityksessä ja toimituksessa.

Komissio huomioi Giovannini-raporttien johtopäätökset ja suositukset arvopaperien selvitystoimintaa koskevissa tiedonannoissaan. Komissio julkaisi 28.5.2002 ensimmäisen selvitystoimintatiedonannon,[8] jonka mukaan EU:n yhtenäisen selvitysympäristön saavuttaminen edellyttää kahden päätavoitteen toteuttamista.

1. On poistettava esteet yksittäisten maasta toiseen suoritettujen transaktioiden loppuun saattamiselta, jotka johtuvat kansallisista eroista

   – teknisissä vaatimuksissa
   – markkinakäytänteissä
   – verotuksessa
   – arvopaperilaeissa.

2. On poistettava kaupan jälkeisiä toimia EU:ssa haittaavat vääristymät ja rajoitteet, jotta voidaan varmistaa samankaltaista selvitystoimintaa harjoittavien yhteisöjen yhdenmukainen kohtelu (level playing field). Toisin sanoen on varmistettava

   – tasapuoliset kilpailuolosuhteet selvitystoimintaan osallistuville yhteisöille
   – pääsy selvitysjärjestelmiin ja valinnanvapaus
   – yhteisten sääntelyperiaatteiden kehittäminen.

Näiden tavoitteiden pyrkimyksenä on mahdollistaa olosuhteet, joissa selvitys- ja toimitusjärjestelmiä voidaan uudistaa markkinoiden tarpeiden pohjalta rahoitusjärjestelmän vakautta vaarantamatta.

Vaikka jo ensimmäinen selvitystoimintatiedonanto antoi viitteitä, että komissio voi tulla puuttumaan arvopaperien selvitykseen ja toimitukseen direktiivitasoisella sääntelyllä, vasta huhtikuun lopussa 2004 komissio julkaisi toisen selvitystoimintatiedonantonsa,[9] joka vahvistaa tämän pyrkimyksen. Toinen tiedonanto paneutuu toden teolla komissiota avustaneen Giovannini-ryhmän raporteissa mainittujen esteiden

[8] Komission tiedonanto neuvostolle ja Euroopan parlamentille: Selvitystoiminta Euroopan unionissa – Keskeiset kysymykset ja tulevaisuuden haasteet KOM(2002)257.

[9] Komission tiedonanto neuvostolle ja Euroopan parlamentille: Selvitystoiminta Euroopan unionissa – Kehitysmahdollisuudet KOM(2004)312; julkinen konsultaatio päättyi 30.7.2004.

ja niiden poistamiseksi tehtyjen ehdotusten analysointiin. Tiedonannossa esitetään toimintasuunnitelma aloitteineen, joita pidetään tarpeellisena integroitujen, turvallisten ja tehokkaiden selvitys- ja toimitusprosessien mahdollistamiseksi sekä tasapuolisen toimintaympäristön luomiseksi eri palvelujen tarjoajille. Toisessa tiedonannossa esitetään seuraavat neljä käytännön aloitetta:

1. Perustetaan korkean tason neuvoa-antava seurantaryhmä (Advisory and Monitoring Group) tarkoituksena Giovanni-raportissa mainittujen esteiden purku.
2. Laaditaan ehdotus selvityksen ja toimituksen kehysdirektiiviksi.
3. Korostetaan oikeudellisia epäkohtia ja verotuskysymyksiä perustamalla asiantuntijaryhmiä käsittelemään juridisia ja verotukseen liittyviä integraation esteitä.
4. Varmistetaan tehokas kilpailulainsäädännön täytäntöönpano kansallisiin lainsäädäntöihin yhdessä kansallisten kilpailuviranomaisten kanssa.

Teknisten ja markkinakäytännöistä johtuvien esteiden poistaminen, jossa vastuu on pääosin yksityisellä sektorilla, on välttämätön, muttei ainoa edellytys, jotta vapautumisen ja yhdentymisen myötä EU:ssa voi syntyä kilpailuun perustuvat markkinat kaupankäynnin jälkeisille toiminnoille. Komissio katsoo, että tämän tavoitteen saavuttamiseksi on annettava kehysdirektiivi, jossa käsitellään kattavan pääsyoikeuden ja valinnanvapauden myöntämistä selvitys- ja toimituspalvelujen tarjoajille, yhteisen sääntely- ja valvontajärjestelmän luomista sekä asianmukaisten ja avoimien päätöksenteko- ja valvontajärjestelyjen aikaansaamista. Arvopapereiden toimitusjärjestelmien ja keskusvastapuolten (Central Counterparty, CCP)[10] yhdentymisen pitäisi nopeutua, kun kaikki tarvittavat toimenpiteet on toteutettu. Komissio on samaa mieltä sekä Lamfalussy- että Giovanni-raporttien päätelmistä, joiden mukaan yhdentymisen on oltava ensisijassa markkinalähtöistä. Niin kauan kuin sääntelyä, valvontaa ja kilpailupolitiikkaa koskevat asianmukaiset toimet toteutetaan, komission tulisi suhtautua puolueettomasti sellaisiin rakenteellisiin kysymyksiin kuin yhdistymisen aste ja muoto (horisontaalinen/vertikaalinen) sekä arvopaperien toimitusjärjestelmien ja keskusvastapuolten mahdollisuus tarjota välitys- ja/tai pankkipalveluja.

[10] Keskusvastapuoli asettuu selvitysprosessissa kaupan osapuolten väliin takaamaan kaupan toteutumisen. Siitä tulee myyjä alkuperäiselle ostajalle ja ostaja myyjälle (ns. novaatio). Tällöin kaupan alkuperäisillä osapuolilla ei ole enää sopimussuhdetta toistensa kanssa vaan ainoastaan keskusvastapuolen kanssa.

5.2.2 Muut viranomais- ja markkinalähtöiset toimet

Giovannini-ryhmän raporttien ja Euroopan komission tiedonantojen lisäksi myös muilla viranomais- ja markkinalähtöisillä hankkeilla on otettu kantaa arvopaperimarkkinoiden luotettavuuden ja tehokkuuden parantamiseen – erityisesti kaupankäynnin jälkeisen prosessin näkökulmasta. G10-maiden maksu- ja selvitysjärjestelmäkomitea (Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS) ja globaali arvopaperivalvojien komitea (International Organization of Securities Commissions, IOSCO) julkaisivat vuonna 2001 arvopapereiden toimitusjärjestelmiä koskevan suosituksensa.[11] Sen pohjalta EKPJ:n ja Euroopan arvopaperimarkkinavalvojien tavoitteena on saada vuoden 2004 kuluessa aikaan luonteeltaan tiukemmat selvitys- ja toimitusjärjestelmiä koskevat eurooppalaiset standardit.[12] CPSS ja IOSCO julkaisivat keväällä 2004 myös keskusvastapuolten riskienhallintaa koskevat suositukset.[13] Suositukset ovat luonteeltaan varsin yleisluonteisia, ja on todennäköistä, että näistä suosituksista laaditaan asianmukainen eurooppalainen versio. Rahoituslaitosten yhteistyöelimenä toimiva G30-ryhmä julkaisi vuonna 2003 raporttinsa globaalista arvopaperien selvityksestä ja toimituksesta.[14] Ryhmä pyrki edistämään erityisesti yhteisten globaalien teknisten ja toiminnallisten standardien syntymistä. Näiden aloitteiden näkökulmana ovat olleet erityisesti suurten maiden tarpeet ja tavoitteet.

Muihin markkinalähtöisiin hankkeisiin ovat ryhtyneet mm. seuraavat ryhmät EACH (European Association of Central Counterparty Clearing Houses), ISSA (International Securities Services Association) ja ECSDA (European Central Securities Depositories Association). Ryhmät toimivat jäsentensä yhteistyöfoorumeina ja ovat julkaisseet useita tarkistettuja standardeja ja suosituksia jäsenryhmilleen.

Itsesääntely on sekä yhteisöjen sisäisten että yhteisöjen välisten toimintatapojen ja markkinakäytänteiden luomisessa vähintäänkin yhtä tärkeä kuin perinteinen viranomaissääntely. Ongelmaksi nousee usein markkinalähtöisten hankkeiden onnistunut loppuunvienti – yhteisen näkemyksen saavuttaminen markkinatoimijoiden kesken. Vaikka yleisesti sekä EKP:n että Euroopan komission piirissä on tuotu julki periaate markkinaehtoisuudesta, jossa viranomaisten tehtävänä on

[11] CPSS – IOSCO 2001.
[12] EKPJ:n ja Euroopan arvopaperimarkkinavalvojien työ on jatkunut vuodesta 2001.
[13] Consultative Report on Recommendations for Central Counterparties; julkinen konsultaatio päättyi 9.6.2004.
[14] G30 2003.

toimia ainoastaan katalysaattorina ja pyrkiä purkamaan kehitystä haittaavia esteitä, on kuitenkin ollut selkeästi havaittavissa, että tämä ei ole ollut riittävää. Viranomaiset ovat usein joutuneet syventämään osallistumistaan markkinoiden kehitykseen sääntelyllisin toimin. Lamfalussy-prosessin laajentaminen mahdollistaa entistä yhdenmukaisemmat tekniset säännöt. Tämän toivotaan osaltaan edistävän sellaisen markkinaosapuolten yhteisen säännöstön syntymistä, jota voidaan tarvittaessa mukauttaa nopeasti.

Erillisen valvonnallisen kysymyksen muodostaa arvopaperien selvitys- ja toimitusjärjestelmien yleisvalvonta, joka perustuu euroalueen valtioiden kansalliseen lainsäädäntöön. Toimitusjärjestelmien käyttäjänä EKP on asettanut standardit näille järjestelmille ja niiden välisille linkeille,[15] joita käytetään rahapolitiikan toteuttamisessa sekä keskuspankkivakuuksien siirtämisessä ja säilyttämisessä.[16] Nämä standardit laadittiin niiden riskien pienentämiseksi, joita eurojärjestelmälle syntyy rahapoliittisten operaatioiden toteuttamisessa. Hyväksyttäjä linkkejä on tällä hetkellä 66. EKPJ seuraa säännöllisesti näiden standardien noudattamista mm. antamalla käytettävät järjestelmät vuosittain ja linkit tarvittaessa maksu- ja selvitysjärjestelmäkomiteansa (Payment and Settlement Systems Committee) ja sen SWG-alatyöryhmän (Securities Working Group) arvioitavaksi. EKPJ käy myös vuoropuhelua markkinatoimijoitten kanssa mm. COGESI-ryhmän (Contact Group on Euro Securities Infrastructure) piirissä. Suomen Pankki osallistuu EKPJ:n työskentelyyn aktiivisesti sekä komitea- että työryhmätasolla.

Kotimaassa Suomen Pankki valvoo ja seuraa etenkin arvopaperikeskuksen toimintaa ja järjestelmiä yleisvalvonta- ja käyttäjäroolinsa nojalla mm. pitämällä säännöllisiä valvontakokouksia ja seuraamalla toimintaa myös raportoinnin perusteella. Lisäksi se seuraa aktiivisesti koko sektorin rakennekehitystä ja on tiiviissä viranomaisyhteistyössä mm. Rahoitustarkastuksen ja valtiovarainministeriön kanssa ja tapaa ajoittain markkinaosapuolia ja niiden etujärjestöjen edustajia.[17]

---

[15] Kun arvopaperit on siirretty linkkien välityksellä arvopaperien toimitusjärjestelmästä toiseen, niitä voidaan käyttää samaan tapaan kuin kotimaisia vakuuksia.
[16] EMI 1998. Standardeja uudistetaan parhaillaan.
[17] Yleisvalvonnasta enemmän Suomen Pankin tutkimuksessa A:102, 2002.

5.3 Kauppapaikat ja selvityskeskukset – kohti suurempia kokonaisuuksia

Niin pörssitoiminta kuin selvitys- ja toimitusjärjestelmätkin ovat kehittyneet markkinoilla kohti suurempia, tehokkaampia kokonaisuuksia pääasiassa horisontaalin ja vertikaalin – tai näiden yhdistelmien – yhdentymisen kautta. Toisessa Giovanni-raportissa puolestaan tarkastellaan yhdentymiskehitystä pohtimalla selvityksen ja toimituksen konsolidointiastetta kustannustehokkuuden, kilpailun ja systeemiriskin näkökulmasta.

5.3.1 Alueen yhdentyminen tutkimusten valossa

Kauppapaikkojen keskittymiseen on vaikuttanut osakemarkkinoiden konsolidointi, jota ei voida pitää yksinomaan EU:n mukanaan tuomana vaan globaalina pyrkimyksenä yhtenäismarkkinoihin. Onkin esitetty, että konsolidointi johtaisi likvidimpien instrumenttien globaaleihin yhtenäismarkkinoihin, kun taas vähemmän likvidit tuotteet jäisivät kansalliseen kaupankäyntiin.[18] Pörssien konsolidoinnilla nähdään saavutettavan hyötyjä silloin, kun pörssit saavuttavat skaalaetuja kaupankäynnissä ja muissa toiminnoissaan.[19] Perustamalla yhteisiä tai jaettuja eurooppalaisia kaupankäynnin laitealustoja voidaan pienentää maiden välisiä kustannuksia, houkutella uusia sijoittajia markkinoille ja saavuttaa aiempaa suurempia kaupankäynnin volyymeja. Nämä hyödyt puolestaan auttavat likviditeetin parantamisessa, mikä taas vähentää hintojen vaihtelua (volatiiliutta). Von Thadden ja Ramos totesivat tuoreessa tutkimuksessaan (2003) markkinaintegraation saavan aikaan transaktiokustannusten laskua ja johtavan pitkällä aikavälillä kaupankäyntiaktiivisuuden kasvuun.[20] Hasan ja Schmiedel puolestaan tarkastelivat tutkimuksessaan verkostoitumisen vaikutuksia koskevan teorian perusteella, tuottaako Euroopan pörssien verkostoituminen lisäarvoa kaupankäyntipalvelujen tuotannossa. Tulosten mukaan verkostoitumisstrategian valinneet pörssit ovat muita merkitsevästi likvidimpiä, tehokkaampia ja nopeammin kasvavia. Lisäksi verkostoituminen auttaa pienentämään kaupankäyntikustannuksia ja pörssien toimintakuluja.[21]

---

[18] Gaa ym. 2001.
[19] Pagano 1989, Steil 2001.
[20] Von Thadden – Ramos 2003.
[21] Hasan – Schmiedel 2003.

Arvopapereiden selvityksessä ja toimituksessa kansalliset rajat ja erityispiirteet näkyvät selvästi. Tämä on omiaan kasvattamaan maiden välisten toimintojen kustannuksia. Onkin osoitettu, että maiden välisen selvityksen kustannukset ovat Euroopassa merkittävästi suuremmat kuin kotimaisessa selvityksessä. Edelleen maiden välinen selvitys Euroopassa on yhtä kallista kuin esim. selvitys Euroopan ja Yhdysvaltojen välillä.[22] Huolimatta tutkimuksiin sisältyvistä epävarmuustekijöistä monet muutkin tutkimukset ovat päätyneet samansuuntaisiin havaintoihin. Schmiedel ym. päätyivät tutkimuksessaan toteamaan, että skaalaedut ovat arvopaperikaupan rekisteri- ja selvitysjärjestelmissä merkittävät.[23] Skaalaetujen suuruus vaihtelee kuitenkin sen mukaan, mikä on selvityskeskuksen koko ja sijainti. Hyödyntämättömät skaalaedut ovat suurimmat pienissä selvityskeskuksissa, sillä suurimmat selvityskeskukset ovat parantaneet kustannustehokkuuttaan eniten.

5.3.2 Konsolidointi funktionaalisen lähestymistavan mukaisesti

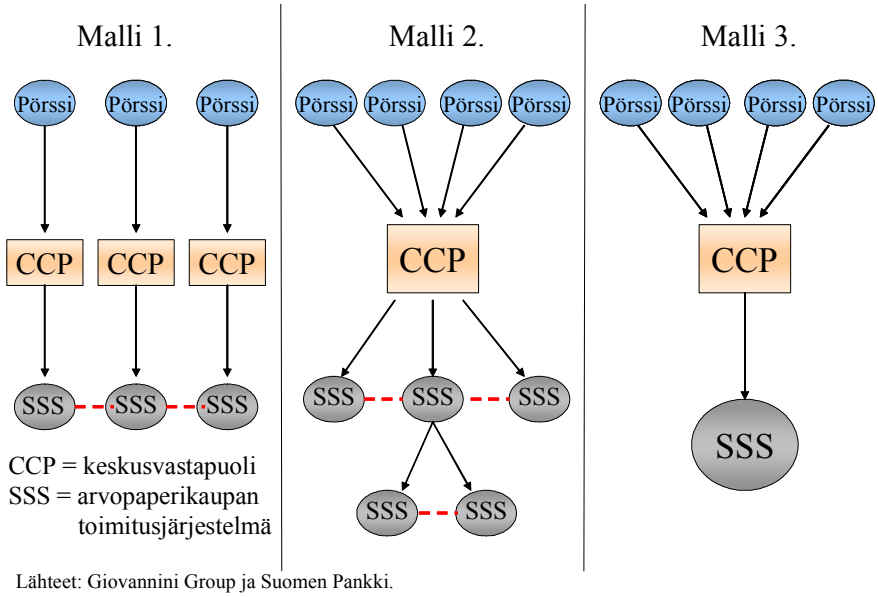
Viime aikoina on yleistynyt pyrkimys tarkastella selvityksen ja toimituksen rakennekysymyksiä ns. funktionaalisen lähestymistavan[24] mukaisesti. Tällä lähestymistavalla pyritään välttämään maiden erilaisista institutionaalisista olosuhteista johtuvat ongelmat suuntaamalla tarkastelu kussakin maassa tietyn toiminnan tuottamiseen osallistuviin instituutioihin. Giovannini-ryhmä lähestyy raportissaan[25] rakennekysymyksiä seuraavien kolmen funktionaalisen mallin mukaisesti (kuvio 1):

- rajoitettu konsolidointi – markkinoilla useita keskusvastapuolia ja toimitusjärjestelmiä, eräänlainen status quo (malli 1)
- selvityksen täydellinen ja toimituksen rajoitettu konsolidointi – yksi keskusvastapuoli ja rajoitettu joukko toimitusjärjestelmiä (malli 2)
- täydellinen konsolidointi – yksi keskusvastapuoli ja yksi toimitusjärjestelmä (malli 3).

[22] Financial Integration Monitor 2004.
[23] Schmiedel – Malkamäki – Tarkka 2002.
[24] Funktionaalinen lähestymistapa esiteltiin CPSS – IOSCO -raportissa 2001.
[25] The Giovannini Group 2003.

Kutakin mallia on tarkasteltu kustannustehokkuuden, kilpailun ja systeemiriskin näkökulmasta. Raportti päätyy tarkastelussaan toteamaan, että kussakin mallissa on hyvät ja huonot puolensa. Malleja on arvioitava ainoastaan esimerkkeinä erilaisista infrastruktuurivaihtoehdoista, sillä markkinatoimijoiden intressit poikkeavat merkittävästi toisistaan eivätkä sovi sellaisenaan suoraan mihinkään kehikkoon.[26]

Kuvio 1. **Konsolidointikehitysmallit**



Lähteet: Giovannini Group ja Suomen Pankki.

Rajoitetun konsolidoinnin vallitessa (status quo) markkinoilla toimii useita keskusvastapuolia ja toimitusjärjestelmiä. Kun selvityksen ja toimituksen kustannukset nousevat merkittävästi markkinoilla toimijoiden lukumäärän myötä, malli jää pitkällä aikavälillä kustannustehokkuuden näkökulmasta tarkasteltuna selkeästi täydellistä keskittymistä tehottomammaksi. Kilpailunäkökulmasta tarkasteltuna rajoitetun konsolidoinnin malli on puolestaan varsin tehokas. Hajautus tarjoaa suojaa myös systeemiriskiä vastaan, mutta edellyttää toisaalta laajaa kansallisten viranomaisten välistä yhteistyötä. Rajoitettu konsolidointi mahdollistaa alueellisten markkinatoimijoiden suoran pääsyn infrastruktuurin peruspalveluihin niille parhaiten sopivan palvelun kautta. Markkinapaikkojen väliset linkit olisivat tällainen palvelu.

[26] Malleissa on oletuksena, että selvitys- ja toimituspalvelujen käyttäjät ja tarjoajat toimivat jo integroituneessa (esteettömässä) ympäristössä.

Riittävien tehokkuus- ja riskienhallintahyötyjen saavuttaminen kuitenkin edellyttäisi mm. toimintamallien yhdenmukaistumista ja reaaliaikaisia toimituksia maksua vastaan keskuspankkirahalla.

Jos keskittymisprosessi kuitenkin etenee niin, että saavutetaan täydellinen selvityksen konsolidointi ja toimituksen osittainen konsolidointi, markkinoilla toimii ainoastaan yksi keskusvastapuoli, mutta useampia toimitusjärjestelmiä. Ainoastaan yhden keskusvastapuolen toimiminen markkinoilla voi saada aikaan merkittäviä kustannussäästöjä erityisesti suurille markkinatoimijoille alenevien back office -kustannusten ja lisääntyvien nettoutusmahdollisuuksien myötä. Pienten toimijoiden hyödyt saattavat taas jäädä varsin vähäisiksi, erityisesti mikäli ne joutuvat turvautumaan keskusvastapuolen suorien osapuolten välittämään palveluun. Myös markkinoille tulon ja uusien innovaatioiden esteet saattavat tulla merkittäviksi. Lisäksi systeemiriskin mahdollisuus kasvaa, kun keskusvastapuolesta muodostuu eräänlainen riskikeskittymä. Tällöin riskienhallinnan merkitys korostuu entisestään.

Täydellisen konsolidoinnin tapauksessa markkinoilla toimii vain yksi keskusvastapuoli ja yksi toimitusjärjestelmä. Kustannustehokkuuden näkökulmasta täydellinen keskittyminen on tehokas ratkaisu. Toimiakseen tehokkaasti, se kuitenkin edellyttää vaikeasti saavutettavia teknisiä ja juridisia standardointeja, ja esim. Yhdysvalloissa johdannaismarkkinoilla ei ole päästy lähellekään yhden keskusvastapuolen mallia, vaikka markkinoita pidetään kansainvälisesti vertailtuna varsin tehokkaina. Lisäksi kilpailun puuttuminen voi vaikuttaa negatiivisesti mm. hinnoitteluun ja toiminnan edelleen kehittämiseen. Voimakkaasti keskittynyt markkinarakenne voi muodostua myös merkittäväksi systeemiriskin lähteeksi. Laaja infrastruktuurin konsolidoituminen voi lisätä paineita myös osapuolten yhdistymiseen ja markkinoiden muuttumiseen vain suurten toimijoiden pelikentäksi. Giovannini-raportin puutteena voidaan pitää sitä, ettei siinä ole kiinnitetty huomiota täydellisen konsolidoinnin viranomaisvalvonnalle asettamiin vaatimuksiin. Kehityksen luonnollisena seurauksena on nähtävä myös paine keskitettyyn valvontaan.

5.3.3 Konsolidointi horisontaalissa ja vertikaalissa toimintaympäristössä

Toisin kuin pörssikaupankäynti, joka keskittyy kaupankäynnistä vastaavaan markkinapaikkaan, selvitys ja toimitus voivat tapahtua joko yhdessä selvityksestä ja toimituksesta vastaavassa arvopaperikeskuk-

sessa tai erillisesti, toisin sanoen selvitys selvitysyhteisössä ja toimitus arvopaperikeskuksessa. Ennen vuotta 2000 jokaisessa EU-jäsenmaassa oli oma kansallinen infrastruktuuriratkaisu, joka toimintatapoineen, teknisine ratkaisuineen ja omistusjärjestelyineen muodosti oman saarekkeensa. Lontoo, Frankfurt ja Pariisi ovat aiemmin olleet Euroopan keskeiset finanssikeskukset. Yhteistoiminta eri maiden välillä on hoidettu lähinnä säilyttäjäpankkien (custodian) välityksellä. Tällaisina suurina säilyttäjäpankkeina ovat toimineet mm. Cedel ja Euroclear.

Yhdentyminen alkoi arvopaperikeskusten linkittymisen kautta, ja se on sittemmin täydentynyt eräillä merkittävillä omistusjärjestelyillä. Kilpailu markkinapaikkojen kesken on ajoittain ollut varsin kireää, ja jopa vihamielisiä valtausyrityksiä on tehty useita. Markkinaehtoisen yhdentymiskehityksen voidaan katsoa alkaneen kauppapaikkojen osalta toden teolla syksyllä 2000, kun Amsterdamin, Brysselin ja Pariisin pörssit yhdistyivät horisontaalisti Euronext-pörssiksi. Samalla näiden pörssien yhteydessä toimineet arvopaperikeskukset yhdistyivät Euroclear-ryhmäksi ja keskusvastapuolet Clearnet-ryhmäksi. Merkittävä yhdentymishanke oli Euroclearin ja Ison-Britannian arvopaperikeskuksen Crestin yhdistyminen heinäkuussa 2002. Sittemmin myös Portugalin pörssi liittyi Euronext-ryhmään, joka osti Lontoossa toimivan LIFFE-johdannaispörssin helmikuussa 2002. Merkittävä keskusvastapuolten konsolidointihanke oli loppuvuonna 2003 julkistettu London Clearing Housen (LCH) ja Clearnetin fuusio.

Toisena Euroopan kannalta merkittävänä konsolidointihankkeena voidaan pitää vertikaalisen yhdentymiskehityksen tuloksena syntynyttä, kaikissa funktioissa aktiivista Deutsche Börse -yhtymää. Hankittuaan Saksan ja Luxemburgin arvopaperikeskuksia operoivan Clearstream-ryhmän kokonaan omistukseensa vuonna 2002 Deutsche Börse hallinnoi nyttemmin myös Luxemburgin, Saksan ja Itävallan selvitystoimintoja Eurex Clearingin avulla.

Deutsche Börse ja Euronext katsotaan tällä hetkellä euroalueen keskeisimmiksi markkinapaikoiksi. Euroalueen ulkopuolinen, mutta kolmas keskeinen eurooppalainen markkinapaikka on London Stock Exchange (LSE). Selvitys ja toimitus ovat keskittyneet sen ympärille horisontaalin yhdentymisen tuloksena, nimittäin selvitys LCH.Clearnetiin ja toimitus Euroclearin sen jälkeen, kun Crest oli yhdistynyt siihen.

Tämä kehitys jätti useat järjestelyjen ulkopuolelle jääneet pienet tai keskisuuret markkinapaikat epävarmuustilaan, jossa on ollut vaikea

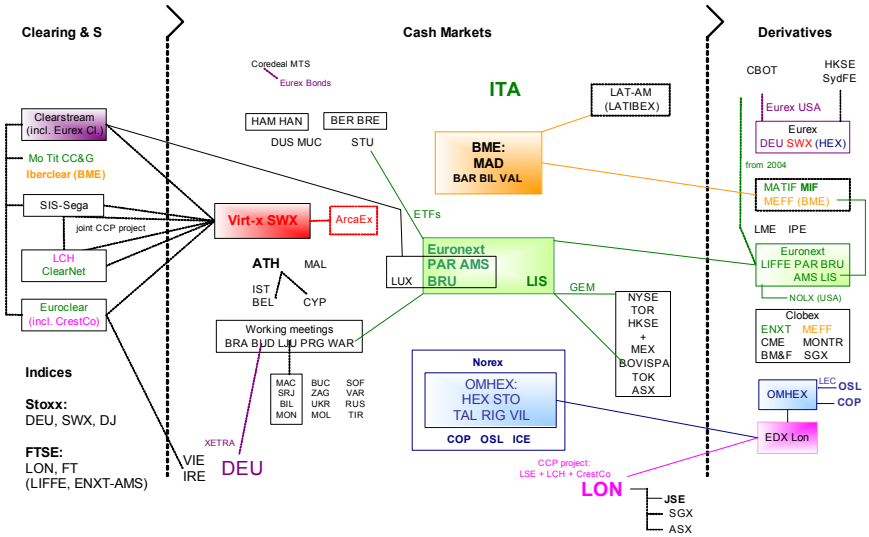
tehdä rakennevalintoja.[27] Järjestelmien linkittyminen ei teknisistä ja toiminnallisista syistä ole tuottanut toivottavia hyötyjä tällaisessa tilanteessa. Osa näistä maista onkin keskittynyt tiivistämään kansallista yhteistyötä – esimerkiksi Espanjan arvopaperikeskusten yhdistyminen Iberclearikseksi – tai laajentamaan palveluvalikoimaa, kuten mm. keskusvastapuoliselvityksen lisääntynyt käyttöönotto osakeselvityksessä osoittaa.[28] Näin ollen infrastruktuurin integraatio EU-tasolla ei ole päässyt kaikilta osin merkittävästi etenemään.

Eurooppalainen toimintakenttä on jatkuvassa muutostilassa, ja tähänastista infrastruktuurin integraatiota ei ole välttämättä helppo hahmottaa (kuvio 2). Yhdentyminen on pitkälti markkinalähtöistä, ja se voidaan luokitella erityyppisesti niin käteis- (osakkeet, joukkovelkakirjat) kuin johdannaismarkkinoilla ja selvityksessä ja toimituksessa. Omistusjärjestelyihin ja järjestelmäintegraatioon perustuvasta yhdentymisestä esimerkkeinä voidaan mainita LCH. Clearnet ja Euroclear ja selvityksestä ja toimituksesta vastaavina toimijoina taas Clearstream-ryhmät. Euronext-ryhmä on esimerkki vastaavasta yhdentymisestä käteismarkkinapuolella. Tukipalveluja painottaen jako voidaan tehdä esim. indeksilaskentamenetelmien perusteella (Stoxx, FTSE) tai teknologiaperusteisesti (Norex) sekä löyhempien yhteistyöjärjestelyjen perusteella (kehittäminen). Tässä toimintaympäristössä ruotsalaisen OM:n ja suomalaisen HEXin 4.9.2003 voimaan astunut fuusio oli merkittävä tapahtuma.

[27] Euroopan keskeisimpien pörssien markkina-arvot esitetään tämän kirjan luvussa 3: Arvopaperimarkkinoiden yhdentyminen.

[28] Varsinainen selvitystoiminta (clearing) onkin siirtymässä yhä enemmän keskusvastapuolena toimivien selvitysyhteisöjen suorittamaksi (Central Counterparty Clearing, CCP). Aiemmin keskusvastapuoliselvitys oli käytössä lähinnä johdannaismarkkinoilla, mutta nyttemmin Euroopan keskeisimmät markkinapaikat Ranskassa, Belgiassa, Hollannissa ja Portugalissa (Euronext), Saksassa (Deutsche Börse) ja Isossa-Britanniassa (LSE) sekä Italiassa (Borsa Italia) ovat siirtyneet päälistoillensa otettujen osakkeidensa selvityksessä keskusvastapuoliselvitykseen.

Kuvio 2. **Eurooppalainen toimintakenttä, 7.4.2004**



Lähde: Federation of European Securities Exchanges (FESE).

Fuusion toteuduttua entisestä HEXistä tuli osa pörssissä listattua ruotsalaista OMHEX-yhtymää. Yhtymän osake on julkisen kaupankäynnin kohteena sekä Helsingin että Tukholman pörsseissä. Liiketoiminta jakautuu seuraaviin kahteen läheisesti toisiinsa liittyvään liiketoimintayksikköön eli divisioonaan:

– OM Technology, joka toimii transaktiotekniikan sekä toimialaan liittyvien tukipalvelujen tuottajana ympäri maailmaa rahoitus- ja energiamarkkinoilla.
– HEX Integrated Markets (HEXIM), joka käsitti alkujaan Tukholman, Helsingin, Viron, Latvian ja Liettuan pörssit sekä Suomen, Viron, Latvian ja Liettuan arvopaperikeskukset.[29] OMHEXin ja VPC:n aiesopimuksen toteutuminen Suomen APK:n myynnistä Ruotsin arvoperikeskukselle VPC:lle muutti kuitenkin merkittävästi rakennetta.

[29] HEX hankki omistukseensa 62 % Tallinnan pörssistä ja arvopaperikeskuksesta vuonna 2001, ja muut omistajat olivat paikallisia markkinatoimijoita. Kesällä 2002 HEX osti 93 % Riian pörssistä, jolle samassa yhteydessä siirtyi omistus paikallisesta arvopaperikeskuksesta. Toukokuussa 2004 HEX sai päätökseen neuvottelut ostaa yli 80 % Liettuan pörssistä (NSEL) ja noin 32 % kansallisesta arvopaperikeskuksesta (CSDL).

Markkinatoimintojen kannalta merkittävän HEXIMin kotipaikkana on Helsinki.[30]

Suomen ja Baltian maiden vertikaalisesti integroitu malli ei ollut käytössä Ruotsissa, ja Suomenkin osalta vertikaalinen integraatio murtui OMHEXin ilmoitettua pörssitiedotteellaan 22.4.2004 tehneensä aiesopimuksen ruotsalaisten pankkien omistaman VPC:n kanssa pohjoismaisen arvopaperikeskuksen (Nordic Central Securities Depository, NCSD) perustamisesta. Toiminta tulee perustumaan EXIGO-nimiseen rekisteri-, selvitys- ja toimitusjärjestelmään, joka otetaan käyttöön – mutta eri aikoina – Suomen, Ruotsin ja Baltian arvopaperikeskuksissa. Jälkimmäiset jäävät kuitenkin edelleen HEXIMin omistukseen. Myös APK jatkaa omana juridisena suomalaisena yksikkönään VPC:n tytäryhtiönä. OMHEXin mukaan pohjoismaisen – alkuvaiheessa suomalais-ruotsalaisen – arvopaperikeskuksen luominen helpottaa sääntöjen ja selvitysmenettelyjen yhdenmukaistamista sekä edistää yhteisen teknisen alustan kehittämistä. Yhdistymisen jälkeen Föreningssparbanken, Nordea, SEB ja Svenska Handelsbanken sekä OMHEX omistavat kukin noin 19,8 % NCSD:stä, mutta hankkeeseen on varattu pääsy myös pienelle määrälle suomalaisia omistajia.

OMHEX-fuusion päätavoitteena on luoda Pohjoismaiden ja Baltian alueen täysin integroidut arvopaperimarkkinat. Yhtymä operoi yhteenlaskettuna Euroopan suurinta markkinapaikkaa teknologiasektorilla. Markkina-arvo (alkuvuonna 2004) on noin 420 mrd. euroa ja keskimääräinen päivävaihto 3 mrd. euroa. Kauppoja tehdään noin 70 000 päivässä. Merkittävä tämän vuosituhannen puolelle ajoittunut rakennemuutos on Helsingin pörssissä toimivien etävälittäjien osuuden huomattava kasvu – vaihdolla mitattuna kasvua on ollut 10 prosentista 50–60 prosenttiin kokonaisvaihdosta. Etävälittäjien lukumäärä on kasvanut samalla yli 50:een. Tukholmassa etävälittäjien lukumäärä ja merkittävyys ovat huomattavasti vähäisemmät.

Pidemmällä aikavälillä OMHEX tavoittelee Pohjoismaihin ja Baltiaan yhtä arvopaperipörssiä. Tällä hetkellä kaupankäyntiä edistetään mm. NOREX-pörssiyhteistyöllä, jossa ovat mukana myös Kööpenhaminan, Oslon ja Reykjavikin pörssit. Syksyllä 2004 Liettuaa lukuun ottamatta kaikissa pohjoismaisissa ja Baltian pörsseissä on käytössä yhteinen kaupankäyntijärjestelmä.

Myös Helsingin pörssin johdannaiskaupankäyntijärjestelmä korvautui kesäkuussa 2004 OM Technologyn johdannaisten kaupankäynti- ja selvitysjärjestelmillä, jotka ovat jo käytössä muissa pohjoismai-

[30] OMHEX 2004.

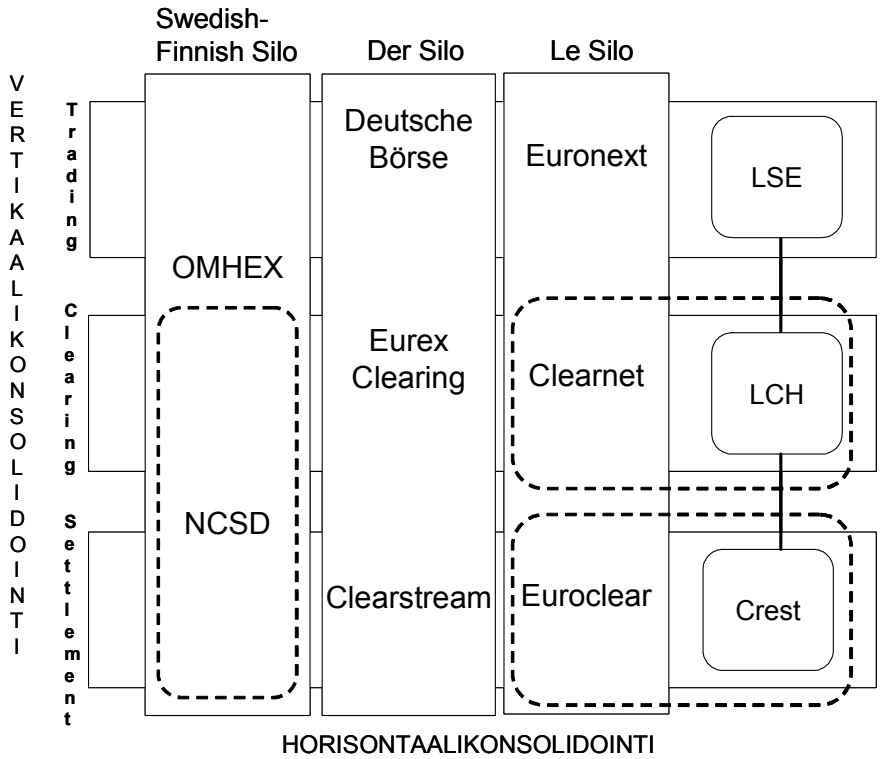
sissa pörsseissä. Samassa yhteydessä alkoi siirtymävaihe, jonka aikana johdannaiskaupankäynti ja selvitys siirtyvät Helsingistä Tukholman pörssiin vuoden 2004 loppuun mennessä. Kaupankäynti vaihdetuimmilla suomalaisilla johdannaisilla tapahtuu jatkossa edelleen Eurexin kaupankäyntijärjestelmässä.[31]

Johdannaiskaupassa Tukholman, Kööpenhaminan ja Oslon pörssien välinen selvitysyhteistyö on osaltaan lisännyt johdannaiskaupan likviditeettiä. Sen kautta kaikissa kolmessa pörssissä tarjotaan ruotsalaisia, tanskalaisia ja norjalaisia osakejohdannaisia ja niille paikallinen selvitys. Kesällä 2003 alkoi kaupankäynti OMHEXin ja Lontoon pörssin omistamassa uudessa johdannaispörssissä, EDX London, joka tarjoaa samaisen selvitysyhteistyön kautta lontoolaisille markkinaosapuolille pohjoismaisia osakejohdannaisia ja paikallisen selvityksen. Vuoden 2004 alkupuolella avattiin selvitysyhteys myös Tukholman pörssin ja LCH.Clearnetin välillä. Markkinoiden kilpailukyvyn parantamiseksi suunnitteilla on myös keskusvastapuolipalvelun käyttöönotto osakeinstrumenttien selvityksessä.

Tällaisten monitahoisten ryhmittymien (kuvio 3) syntyminen on omiaan hämärtämään eroja horisontaalin ja vertikaalisen yhdentymisen välillä Euroopassa. Vertikaalisen yhdentymisen etuina pidetään mahdollisuutta automatisoida eri toimintojen väliset prosessit, kun taas horisontaalisen integraation katsotaan mahdollistavan aiempaa suuremman avoimuuden ja lisäävän valinnanvapautta. Horisontaalin ja vertikaalin konsolidoinnin erottelu on vain yksi tapa tarkastella toteutuneita organisatorisia muutoksia. On myös olemassa erilaisia organisaatiomalleja, joiden perusteella tarkastelu voidaan tehdä, esim. yritysmuodon perusteella. Tarkastelu osoittaa eurooppalaisten markkinapaikkojen siirtymän kohti osakeyhtiömuotoa ja pörssilistausta.

[31] Kolmetoista suomalaista johdannaistuotetta on kaupankäynnin kohteena Eurexissa. Nokia on Eurexin vaihdetuimpia osakeoptioita.

Kuvio 3. **Horisontaali konsolidointi / vertikaalikonsolidointi**



Lähteet: HEX ja Suomen Pankki.

Mikään edellä esitetyistä malleista voisi tuskin yksinään toimia rakennekehityksen päätepisteenä nykyisessä jatkuvassa muutoksessa elävässä rakenneympäristössä. Tällä hetkellä Euroopassa markkinat ovat usein alueellisesti rajoittuneita, mutta kattavat kaikki instrumenttien päätyypit/sektorit: esim. Eurex Clearing, LCH.Clearnet ja Cassa di Compensazione e Garanzia (CCG) Italiassa, jotka kaikki tarjoavat keskusvastapuoliselvitystä sekä johdannais-, velka- että osakeinstrumenteille. Toisaalta on esitetty, että konsolidoitu järjestelmä voi olla myös hajautettu ja että markkinoiden edetessä kohti kaupantekopäivänä tehtävää (T+0) selvitystä keskusvastapuoli ei ole tarpeellinen.[32] Näin ollen esitetyt mallit tarjoavat pikemminkin arviointikehikon konsolidoinnin mahdollisten vaikutusten tarkasteluun kuin varsinaisen ratkaisun rakennekehityksen haasteisiin.

[32] Leinonen 2003.

5.4 Integraation kehitysnäkymät ja haasteet

Euroopan komission tavoitteena on ollut markkinalähtöinen integraatiokehitys, mutta sen toiminta maksujärjestelmäsektorilla osoittaa, että komissio todellakin edellyttää tuloksia saavutettavan – muutoin edessä on helposti integraation edistäminen viranomaisten toimenpiteillä. Komission huolenaiheena on ollut erityisesti maiden välisen selvityksen ja toimituksen tehostaminen, ja komissio lieneekin aloittamassa arvopapereiden selvitykseen ja toimitukseen liittyvän kehysdirektiivin valmistelun.

Komission puuttumista arvopaperien selvitykseen ja toimitukseen direktiivitason sääntelyllä voidaankin pitää yhtenä ensiaskeleista rahoituspalvelujen toimintasuunnitelman jälkeisessä ajassa (post-FSAP). Lamfalussy-prosessin myötä lisääntynyt kehysdirektiivien käyttö on tarkoitettu tehostamaan yhteisötason lainsäädäntöprosessia. Koska yhteisten periaatteiden hyväksyminen on kuitenkin vaikeaa, on vaarana, että kehysdirektiivit paisuvat yksityiskohtaisiksi säädöspaketeiksi. Silloin niiden varsinainen tarkoitus – toimia kevyenä yhdenmukaistettuna lainsäädäntönä – unohtuu. Kehysdirektiivit ja niitä tukevat standardit voisivat – hyvin toimiessaan – olla askel kohti tarkoituksenmukaista, käytännönläheistä sääntelyä.

Lamfalussy-prosessia noudattanut sijoituspalveludirektiivin uudistus, joka mahdollistaa selvityspaikan valinnan ilman pörssisidonnaisuuksia, on omiaan lisäämään kilpailua selvityskeskusten ja arvopaperikeskusten välillä sekä sijoituspalveluyritysten kesken. Kilpailun lisääntymistä ja toimintaympäristön globaalia luonnetta kuvaa hyvin myös tehokkuusetuja tavoittelevien johdannaismarkkinapaikkojen välisen kansainvälisen kilpailun lisääntyminen. Eurooppalaisten kauppapaikkojen operoiman maailman suurimman Eurex-johdannaispörssin toiminta sekä siihen liittyvä selvitystoiminta laajeni alkuvuonna onnistuneesti Yhdysvaltain markkinoille. Kiinnostus Kiinan markkinoita kohtaan on lisääntynyt eurooppalaisten markkinatoimijoiden keskuudessa, ja sekä Lontoon pörssi että OMHEX ovat solmineet merkittäviä sopimuksia Kiinassa. Toisaalta kansallinen verotus ja muut oikeudelliset käytänteet puolestaan ehkäisevät tasapuolisen kilpailukentän muodostumista.

Merkittävä haaste integraation kannalta on järjestelmien hallinnointi (governance). Vaikka mm. Giovannini-ryhmä käsitteli infrastruktuurin konsolidoitumista eli omistajuutta, se on ottanut varsin vähän kantaa infrastruktuurin hallintokysymyksiin. Infrastruktuuripalveluja tuottavien yritysten hallinnolle joudutaan asettamaan tavallisesta

yrityksestä poikkeavia vaatimuksia ja tavoitteita, jotka koskevat tiedonsaantia muun muassa kehityssuunnitelmista, riskienhallinnasta ja asiakkuusehdoista. Järjestelmien monimuotoisuuden ja integraation edelleen lisääntyessä järjestelmien hallinnoinnille ja vaikutusvaltakysymysten määrittelylle voi tulla täysin uudentyyppisiä vaatimuksia, ja vaarana onkin, että sääntelyn lisääntyessä hallinnon epäonnistumiset voivat johtaa myös sääntelyllisiin virheisiin.

Monien viranomaisten ja markkinatoimijoiden laatimien raporttien, standardien ja suositusten rajoitteeksi voidaan nähdä manner-eurooppalainen tai globaali, suurten maiden pyrkimyksiä palveleva näkökulma. Pohjoismaiden edustajia ei ole ollut juuri mukana ryhmien työssä. Tästä syystä myöskään pohjoismaiset erityispiirteet ja ns. pienten maiden näkökulma eivät ole tulleet kovin selkeästi esiin. EU:n laajenemisesta seuraavat kysymykset on niin ikään jätetty useasti tarkastelun ulkopuolelle. Tähänastisten raporttien analyysi on ollut liian rajoittunutta, ja pyrkimyksenä tuleekin olla pienten maiden vaikuttavuuden parantaminen.

CPSS ja IOSCO ja Giovannini esittävät raporteissaan pyrkimyksen funktionaalisen lähestymistavan soveltamiseen. Sitä voidaankin pitää välttämättömänä, jotta arvopaperien selvitys ja toimitusjärjestelmien integraation eteneminen olisi mahdollista ilman eri maiden institutionaalisista rakenteista johtuvia ongelmia. Pelkistäen funktionaalinen lähestymistapa tarkoittaa samojen periaatteiden soveltamista samoja toimintoja tuottaviin instituutioihin (samat toiminnot – samat riskit). Käytäntö on kuitenkin osoittanut soveltamisen olevan vaikeaa.

Kun komissio julkisti rahoituspalvelujen toimintasuunnitelman vuonna 1999, sen tavoitteet asetettiin vuoteen 2005 ja vuoteen 2003 arvopaperi- ja riskipääomamarkkinoiden osalta. Vaikka lukuisia toimintasuunnitelmaan sisältyviä hankkeita onkin onnistuttu saattamaan loppuun, on kuitenkin selvää, ettei rahoitusmarkkinaintegraatiota ole tällöin saatettu päätökseen. Infrastruktuurin integraatio kauppapaikkojen ja arvopaperien selvityksen ja toimituksen osalta osoittaa tämän selvästi. Myös komissiota avustavan Giovannini-ryhmän raportissa esitetyt aikataulut olemassa olevien esteiden poistamiseksi ovat varsin kunnianhimoisia – kaikki esteet tulisi poistaa raportin julkaisemisesta seuraavien kolmen vuoden aikana – siis vuoteen 2006 mennessä. Tämä voi osoittautua vaikeaksi toteuttaa, koska lähtöasetelmat poikkeavat eri maissa toisistaan huomattavastikin ja erityisesti verotukselliset ja oikeudelliset kysymykset varsin ongelmallisia.

Ongelmaksi voidaan katsoa myös eri maiden ja järjestelmien välillä vallitsevat teknisen kehityksen tasot. Integraation tavoitteiden saavuttaminen voi osoittautua vaikeaksi, jos järjestelmät perustuvat edelleen eräajoihin reaaliaikaisuuden sijaan. On myös esitetty, että keskit-

tyminen omistusjärjestelyin ei ole aina tarpeellista, vaan samat tavoitteet voidaan saavuttaa esim. yhteisen tekniikan, standardien ja järjestelmäintegraation avulla (esim. NOREX-pörssiyhteistyö yhteisine kaupankäyntijärjestelmineen). Järjestelmät ovat kuitenkin hitaita ja kalliita muuttaa, ja tämä on nähtävä yhdeksi selitykseksi hitaalle integraatiokehitykselle. Viranomaisnäkökulmasta keskeistä on myös, että järjestelmiä muutetaan vakautta vaarantamatta.

Giovannini-raportin periaatteena on kuitenkin sitouttaa markkinatoimijat raportin tavoitteisiin jakamalla vastuuta toteuttamisesta eri tahoille.

5.5 Yhteenveto

Vaikka rahoitusmarkkinaintegraatio on lisääntynyt, on erityisesti EU:n kaupankäynnin jälkeisiä palveluja tuottavassa infrastruktuurissa edelleen merkittäviä tehokkuuspuutteita. Kauppapaikkojen osalta integraatio on edennyt markkinaehtoisesti. Edistymistä on tapahtunut, vaikka sekä onnistumisia että epäonnistumisia, esim. vihamielisiä valtausyrityksiä, on ollut. Tutkimukset ovat osoittaneet, että yhteinen markkinainfrastruktuuri ja standardoidut rahoitusinstrumentit ovat merkittävä osa hyödyllistä integraatiota.

Vaikka kauppapaikkojen, selvitys- ja toimitusjärjestelmien integraatio on edennyt viime vuosina, kehitys ei ole ollut helppoa eikä nopeaa. Sekä markkinaehtoisissa että viranomaishankkeissa on ilmennyt ongelmia. Vaarana onkin, että EU:n laajeneminen merkitsee – ainakin alkuvaiheessa – askelta taaksepäin rahoitusmarkkinoiden infrastruktuurin integraatiossa. EU:n laajeneminen kymmenellä uudella jäsenvaltiolla tuo mukanaan joukon hyvinkin erilaisia infrastruktuuriratkaisuja vielä sirpaloituneeseen toimintakenttään.

EU:ssa on toistaiseksi keskitytty yhtenäistämään EU-alueen sääntelyä ja valvontaa sekä luomaan yhtenäismarkkinoita. Seuraavana askeleena on globaalin integraation edistäminen, mikä merkitsee maailmanlaajuisia rahoitusmarkkinoita ja maailmanlaajuisesti yhtenäisempiä valvonta ja sääntelytapoja. Globaalissakaan toimintaympäristössä ei saa unohtaa markkinoiden itsesääntelyllistä roolia pelisääntöjen luojana eikä sijoittajan asemaa. Sijoittajien on päästävä tekemään sijoituksia haluamilleen markkinoille turvallisesti ja kohtuullisin kustannuksin.

Viranomais- tai markkinaosapuolilähtöiset hankkeet ovat osaltaan näyttämässä suuntaa arvopaperien infrastruktuurin lähiajan kehitykselle, sääntelylle ja valvonnalle niin Suomessa kuin eurooppalaisessa ja

globaalissa ympäristössä. Vaikutusta on myös sillä, miten pörssikaupan ja kaupan jälkeisten prosessien ylläpitäjät suhtautuvat markkinoiden yhdentymismahdollisuuksiin ja millaisena ne näkevät omat toimintamahdollisuutensa tässä muuttuvassa toimintaympäristössä.

Lähdeluettelo

CPSS – IOSCO (2001) **Recommendations for Securities Settlement Systems** (http://www.bis.org, www.iosco.org).

CPSS – IOSCO (2004) **Consultative Report on Recommendations for Central Counterparties.**

DAFFE/CMF (2002)21, 31.10.2002.

EMI (1998) **Standards for the use of EU Securities Settlement Systems in ESCB Credit Operations.** Frankfurt am Main.

Euroopan keskuspankki (2003) **The euro area financial system: structure, integration and policy initiatives.** ECB Working Paper No. 230.

Euroopan keskuspankki (2004) **Vuosikertomus 2003.** Frankfurt am Main.

Euroopan komissio (1999) **Rahoitusmarkkinoiden puitteiden toteuttaminen: Toimintasuunnitelma.** Komission tiedonanto. KOM(1999)232.

Euroopan komissio (2002) **Komission tiedonanto neuvostolle ja Euroopan parlamentille. Selvitystoiminta Euroopan unionissa.** Keskeiset kysymykset ja tulevaisuuden haasteet. (KOM(2002)257).

Euroopan komissio (2003) **Tracking EU financial integration.** Brussels.

Euroopan komissio (2004) **Komission tiedonanto neuvostolle ja Euroopan parlamentille. Selvitystoiminta Euroopan unionissa – Kehitysmahdollisuudet.** (KOM(2004)312).

Euroopan komissio (2004) **Financial Integration Monitor 2004.** Commission Staff Working Document. SEC(2004)559.

Gaa, C. – Lumpkin, S. – Ogrodnick R. – Thurlow, P. (2001) **Future Prospects for National Financial Markets and Trading Centres.** Financial Market Trends No. 78. OECD.

Group of Thirty (2003) **Global Clearing and Settlement.** A Plan of Action. Washington DC.

Hasan, I. – Schmiedel, H. (2003) **Do networks in the stock exchange industry pay off? European evidence.** Suomen Pankin keskustelualoitteita 2/2003.

Kauko, K. – Paunonen, H. – Pylkkönen, P. – Ripatti, K. (2002) **Rahoitusmarkkinoiden integration eteneminen.** Suomen Pankki. Rahoitusmarkkinaosaston työpaperi 2/2002.

Lamfalussy Report (2001) **Final Report on the Regulations of European Securities Market.** Brussels.

Leinonen, H. (2003) **Restructuring securities systems processing – a blue brint proposal for real-time/t+0 processing.** Suomen Pankin keskustelualoitteita 7/2003.

London Economics (2002) **Quantification of the macro-economic impact of integration of EU financial markets.**

OECD (2002) **European financial market integration – selected issues.**

OMHEX (2004) **Vuosikertomus** 2003.

Pagano, M. (1989) **Trading Volume and Asset Liquidity.** Quarterly Journal of Economics 104, No. 2.

Schmiedel, H. – Malkamäki, M. – Tarkka, J. (2002) **Economies of scale and technological development in securities depository and settlement systems.** Suomen Pankin keskustelualoitteita 26/2002.

Securities Expert Group (2004): **Financial Services Action Plan: Progress and Prospects.** Final Report.

Steil, B. (2001) **Borderless Trading and Developing Securities Markets.**

Suomen Pankki (2002) **Suomen rahoitusmarkkinat 2002.** Suomen Pankin tutkimuksia A:102, Heikki Koskenkylä (toim.). Helsinki.

The Giovannini Group (2001) **Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in European Union.** Brussels.

The Giovannini Group (2003) **Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements.** Brussels.

Von Thadden, E. – Ramos, S. (2003) **Stock Exchange Competition in a Simple Model of Capital Market Equilibrium,** http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract id=507702.

Luku 6

Maksujärjestelmien yhdentyminen

Heli Snellman

6 Maksujärjestelmien yhdentyminen 144
6.1 Johdanto 144
6.2 Sääntely ja valvonta sekä muut viranomaisten toimet 146
6.2.1 Euroopan komission toimet 146
6.2.2 EKPJ:n tehtävät ja toiminta maksujärjestelmä-alueella 149
6.3 Suurten maksujen järjestelmät 152
6.3.1 Keskuspankkien ylläpitämät järjestelmät 152
6.3.2 Yksityisen sektorin järjestelmät 154
6.4 Maksuvälineet ja vähittäismaksujärjestelmät 156
6.4.1 Maksuvälineet 156
6.4.2 Vähittäismaksujärjestelmät 159
6.5 Integraation tulevaisuudennäkymiä ja haasteita 162
6.6 Yhteenveto 165

Lähdeluettelo 167

6 Maksujärjestelmien yhdentyminen

6.1 Johdanto

Maksujärjestelmät ovat keskeisiä talouden toiminnan kannalta. Niiden avulla raha siirtyy maksajalta saajalle nopeasti ja turvallisesti, joten maksujärjestelmät mahdollistavat reaalitalouden kitkattoman toiminnan. Kun eurooppalaiset yhteismarkkinat muotoutuvat, myös luotettavasti ja tehokkaasti toimivien maksujärjestelmien merkitys korostuu. Maksujärjestelmien integroituminen eli yhdentyminen mahdollistaa yhteismarkkinoiden syventymisen tehostaen siten yritysten ja kansalaisten toimintaa yhtenäisellä talousalueella. Tässä artikkelissa kuvataan aluksi yleisesti maksujärjestelmien integraatiota ja sen taustoja sekä viranomaisten toimenpiteitä. Tämän jälkeen analysoidaan yksityiskohtaisemmin kehitystä sekä suurten että pienten maksujen järjestelmissä. Lopuksi hahmotellaan integraation tulevaisuudennäkymiä ja haasteita.

Maksujärjestelmistä puhuttaessa törmätään lukuisiin termeihin, jotka on näin aluksi syytä määritellä. Tässä tekstissä maksuvälineillä tai maksutavoilla tarkoitetaan kuluttajan tai yrityksen käyttämiä eri maksamismuotoja. Maksuvälineitä ovat esimerkiksi käteinen raha, erilaiset maksukortit ja sekit. Esimerkkejä maksutavoista taas ovat käteisellä maksaminen, kortilla maksaminen, sekillä maksaminen tai tilisiirron tekeminen vaikkapa verkkopankissa tai maksuautomaatilla. Maksujärjestelmä puolestaan tarkoittaa koko infrastruktuuria, joka muodostuu tekniikasta, sääntelystä ja säännöistä. Maksu siirtyy maksajalta maksunsaajalle maksujärjestelmien kautta.

Maksamisen ja maksujärjestelmien yhdentymisellä on lukuisia tavoitteita: järjestelmien toiminta tehostuu, kustannukset pienenevät, palvelujen hinnat yhdentyvät ja laskevat, palvelut ovat kaikkien osapuolten saatavilla, ja kuluttajien hyöty kasvaa. EU-alueen maksujärjestelmät ovat jo integroituneet joiltain osin, ja integraatio etenee koko ajan. EU-alueella integroituminen alkoi suurten maksujen järjestelmistä, sillä euroalueelle tarvittiin keskuspankkien ylläpitämä maksujärjestelmä yhteisen rahapolitiikan tarpeisiin. Tätä varten EU:n keskuspankit loivat suurten maksujen järjestelmän, TARGETin. Tässä järjestelmässä pankit voivat välittää maksuja toisilleen reaaliaikaisesti ja maiden välisten maksujen hinnat on yhdenmukaistettu. Myös yksityisellä

sektorilla on maasta toiseen suuria maksuja välittävä järjestelmä, EURO 1.

Vähittäismaksujärjestelmät, joissa esimerkiksi tilisiirtoja, suoraveloituksia ja korttimaksuja välitetään pankista toiseen, ovat usein kansallisia ja siten vähemmän integroituneita kuin suurten maksujen järjestelmät. Vähittäismaksujärjestelmät toimivat monissa maissa automaattisesti ja tehokkaasti valtion rajojen sisäpuolella, mutta maksun suorittaminen maasta toiseen vaatii edelleen usein hidasta ja kallista manuaalikäsittelyä. Pyrkimyksenä on kehittää entistä yhteensopivampia ja tehokkaampia järjestelmiä. Maksuvälineistä käteinen on täysin integroitunut euroalueella. Samalla fyysisellä rahalla voi maksaa jokaisessa euromaassa. Samoin useat kansainväliset maksukortit käyvät maksuvälineenä paitsi euroalueella myös maailmanlaajuisesti.

Tulevaisuudessa esimerkiksi lisääntyvä maiden välinen kaupankäynti sekä työvoiman, opiskelijoiden ja eläkeläisten aiempaa suurempi liikkuvuus lisäävät luotettavien ja tehokkaiden, integroituneiden maksujärjestelmien tarvetta. Toisin sanoen jokaisen kuluttajan tulisi pystyä suorittamaan maksuja vaikkapa Suomesta Portugaliin yhtä edullisesti, nopeasti ja luotettavasti kuin kotimaassa pankista toiseen. Maksujärjestelmien kehittäminen edellyttää mm. yhteistyötä markkinaosapuolten ja viranomaisten kesken, toimivaa päätöksentekorakennetta, tehtyihin päätöksiin sitoutumista, yhteisiä standardeja sekä yhdenmukaistettua lainsäädäntöä ja valvontaa. Näistä sopiminen saattaa olla käytännössä hyvinkin hankalaa. Eri osapuolten tehtävät maksujärjestelmien integraatiossa on esitetty yksinkertaistetusti taulukossa 1.

Taulukko 1. **Eri osapuolten roolit maksujärjestelmien integraatiossa**

Osapuoli	**Rooli**
Euroopan komissio	– Lainsäädäntö ja muu sääntely
EKPJ	– TARGETin ylläpito ja kehittäminen – Yleisvalvonta – Katalysti – Asetuksenanto-oikeus sekä suuntaviivat ja ohjeet
Markkinaosapuolet	– Maksujärjestelmien ja maksuvälineiden kehittäminen

6.2 Sääntely ja valvonta sekä muut viranomaisten toimet

6.2.1 Euroopan komission toimet

Euroopan komissio kehittää EU:n yhteistä lainsäädäntöä poistaakseen yhteismarkkinoiden oikeudellisia esteitä ja oikeudellista epävarmuutta. Lähtökohtana on, että rahoitusmarkkinoiden kehittyminen olisi markkinavetoista. Toisinaan tarvitaan kuitenkin lainsäädännöllisiä toimia, jotta integraatio edistyisi. EU-maiden yhdenmukaistetun lainsäädännön tulisi johtaa kaikkien maiden kannalta tarkoituksenmukaiseen ratkaisuun sekä edistää järjestelmien tehokkuutta, vakautta ja luotettavuutta.

Kansallista lainsäädäntöä yhdenmukaistettaessa on luonnollisesti ongelmallista säätää eri asioista sopivasti, ei liikaa eikä liian vähän. Tehtävän tekevät haasteelliseksi muun muassa eri maiden erilaiset sääntelykulttuurit. Esimerkiksi Suomessa maksamista on säännelty osana eri lakeja tai on säädetty erillislakeja, kuten tilisiirtolaki. Maksujärjestelmiä koskevat oikeussuhteet perustuvat edelleen pitkälti eri osapuolten välisiin sopimuksiin. Taulukossa 2 on esitetty maksujärjestelmiä koskevia toimenpiteitä EU:ssa.

Euroopan komissio julkaisi tiedonannon ”Rahoitusmarkkinoiden puitteiden toteuttaminen: toimintasuunnitelma” toukokuussa 1999.[1] Tämä ns. FSAP-suunnitelma (Financial Services Action Plan) sisältää 42 toimenpidettä EU:n yhtenäisen rahoitusjärjestelmän luomiseksi. Maksujärjestelmäalueella toteutettuja muutoksia ovat mm. selvityksen lopullisuutta koskeva direktiivi, komission tiedonanto yhtenäisen maksualueen muodostamiseksi, sähköistä rahaa koskeva direktiivi ja ns. rahanpesudirektiivi. Lisäksi komissio on antanut tiedonantoja ja suosituksia. Esimerkiksi helmikuussa 2001 annettiin tiedonanto sähköisestä kaupankäynnistä rahoituspalveluissa ja komission toimintasuunnitelma petosten ja väärennösten estämiseksi maksujärjestelmissä. Näiden lisäksi on annettu direktiivejä mm. maasta toiseen suoritettavista tilisiirroista, sähköisestä kaupankäynnistä ja sähköisestä allekirjoituksesta.

---

[1] Tiedonanto suomeksi on luettavissa osoitteessa: http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/general/actionfi.pdf ja tiedonanto englanniksi: http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/general/actionen.pdf.

Taulukko 2. **Keskeiset maksujärjestelmäalueen toimenpiteet EU:ssa**

Toimenpiteen nimi ja numero
Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 97/5/ETY, annettu 27. päivänä tammikuuta 1997, rajojen yli suoritettavista tilisiirroista.
Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 98/26/EY, annettu 19. päivänä toukokuuta 1998, selvityksen lopullisuudesta maksujärjestelmissä ja arvopaperien selvitysjärjestelmissä.
Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 1999/93/EY, annettu 13. päivänä joulukuuta 1999, sähköisiä allekirjoituksia koskevista yhteisön puitteista.
Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2000/31/EY, annettu 8. päivänä kesäkuuta 2000, tietoyhteiskunnan palveluja, erityisesti sähköistä kaupankäyntiä, sisämarkkinoilla koskevista tietyistä oikeudellisista näkökohdista.
Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2000/46/EY, annettu 18. päivänä syyskuuta 2000, sähköisen rahan liikkeeseenlaskijoiden liiketoiminnan aloittamisesta, harjoittamisesta ja toiminnan vakauden valvonnasta.
Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2001/97/EY, annettu 4. päivänä joulukuuta 2001, rahoitusjärjestelmien rahanpesutarkoituksiin käyttämisen estämisestä annetun neuvoston direktiivin 91/308/ETY muuttamisesta – Komission lausuma.
Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EY) N:o 2560/2001, annettu 19. päivänä joulukuuta 2001, rajat ylittävistä euromääräisistä maksuista.
Komission tiedonanto KOM(2003)718 neuvostolle ja Euroopan parlamentille maksualan uudesta oikeudellisesta kehyksestä sisämarkkinoilla (neuvotteluasiakirja).

Näiden lainsäädäntöhankkeiden ohella joulukuussa 2001 annettiin paljon keskustelua herättänyt Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EY) N:o 2560/2001 maasta toiseen suoritettavista euromääräisistä maksuista. Sen mukaan euromääräisten automaattinostojen ja korttimaksujen tulee olla kuluttajalle koko euroalueella samanhintaisia kuin kotimaassa 1.7.2002 alkaen sekä tilisiirtojen 1.7.2003 alkaen. Hinta-asetuksen mukaisten tilisiirtojen täytyy täyttää EU-maksun tunnusmerkit, eli maksutoimeksiannossa täytyy olla kansainvälinen tilinumero (IBAN) ja kansainvälinen pankkikoodi (BIC). Näiden lisäksi maksun tulee olla suuruudeltaan alle 12 500 euroa ja 1.1.2006 alkaen alle 50 000 euroa. Hinta-asetus annettiin, koska Euroopan komissio oli tyytymätön maasta toiseen suoritettavien vähittäismaksujen hitauteen ja kalleuteen. Komissio oli tehnyt aiheesta useita selvityksiä[2] ja kannusti pitkin 1990-lukua pankkeja kehittämään maasta toiseen välitet-

[2] Vuoden 2001 selvitys on luettavissa osoitteessa: http://europa.eu.int/comm/internal_market/payments/docs/studies/prices-2001/credit-transfer_en.pdf.

tävien maksujen käsittelyä nopeammaksi ja halvemmaksi. Koska pankit eivät saaneet komission lukuisista yrityksistä huolimatta parannuksia aikaan, kehitystä päädyttiin vauhdittamaan hinta-asetuksen avulla. Vaikka etenkin pankkisektori arvosteli asetusta voimakkaasti, se on kuitenkin käytännössä toiminut hyvin ja edistänyt integraatiota. Asetus oli riittävän tehokas kannustin saada pankit kehittämään eurooppalaista infrastruktuuria (tarkemmin jaksossa 6.4.2).

Lisäksi Euroopan komissiossa on tekeillä maksujärjestelmäalueen oikeudellinen kehys, jonka tavoitteena on yhdenmukaistaa EU-maiden lainsäädäntöä. Samalla selvitetään myös yhtenäisen euromaksualueen (Single Euro Payments Area, SEPA) syntymisen kannalta välttämättömiä lainsäädännön muutostarpeita. Euroopan komission tavoitteena on luoda yhtenäinen oikeudellinen perusta vähittäismaksupalveluille. Tällä hetkellä maksamista koskevat säädökset perustuvat suurelta osin kansallisiin lakeihin ja sääntöihin, jotka poikkeavat huomattavasti eri EU-maiden välillä. Tavoitteena on poistaa oikeudelliset esteet ja siten taata mm. tehokkaat ja turvalliset maksupalvelut, korkeatasoinen asiakkaan suoja sekä tasapuoliset kilpailuolosuhteet kaikille osapuolille. Lainsäädännöllä pyritään myös tuottamaan lisäarvoa edistämällä mm. vakautta sekä maksamisen turvallisuutta ja tehokkuutta. Komission antama tiedonanto[3] maksualan oikeudellisesta kehyksestä sisältää 21 liitettä, joissa käydään läpi erityisiä maksualan oikeudellisia ja teknisiä kysymyksiä. Esimerkkejä näistä kysymyksistä ovat oikeus tarjota maksupalveluja yleisölle, maksumääräyksen peruuttaminen, tilisiirtojen toteutumisaika ja tietosuojakysymykset. Tiedonanto oli julkisesti kommentoitavana alkuvuodesta 2004, ja vastausten pohjalta komissio kehittää todennäköisesti direktiivejä tai muuta lainsäädäntöä melko nopeasti.

Lainsäädännön muokkaamisen ohella Euroopan komissiolla on erilaisia työryhmiä, joiden kautta se pyrkii kehittämään maksamista ja maksujärjestelmiä. Näitä työryhmiä ovat esimerkiksi lakiasioihin keskittyvä PSGEG-ryhmä (Payment Systems Government Expert Group) ja laajemmin maksujärjestelmäasioita käsittelevä PSMG-ryhmä (Payment Systems Market Group). Lisäksi komissio julkaisee selvityksiä ja tutkimuksia maksujärjestelmäasioista ja järjestää aiheeseen liittyviä konferensseja ja muita tapaamisia eri osapuolten kanssa. Näissä tilaisuuksissa komissio saa palautetta aloitteistaan.

[3] Tiedonanto on saatavilla osoitteessa
http://europa.eu.int/eurlex/en/com/cnc/2003/com2003_0718en01.pdf.

6.2.2 EKPJ:n tehtävät ja toiminta maksujärjestelmäalueella

Yksi Euroopan keskuspankkijärjestelmän (EKPJ) perustehtävistä on EY:n perustamissopimuksen artiklan 105 kohdan 2 mukaan edistää maksujärjestelmien moitteettonta toimintaa. EKPJ:n perussäännön artiklan 22 mukaan EKP ja kansalliset keskuspankit voivat tarjota järjestelyjä ja EKP voi antaa asetuksia maksu- ja selvitysjärjestelmien tehokkuuden ja vakauden varmistamiseksi. EKPJ:n tavoitteena on, että maksujärjestelmät toimivat vakaasti, tehokkaasti ja luotettavasti. Maksujärjestelmien toimintavarmuuden ohella pyritään vaikuttamaan järjestelmien yhtenäistymiseen ja integroitumiseen.

EKPJ:llä on lukuisia keinoja vaikuttaa maksujärjestelmien moitteettomaan toimintaan. Näitä keinoja ovat mm. omat operaatiot, yleisvalvonta, asetuksen anto, lausunnon anto, vaikuttaminen ja osana vaikuttamista maksujärjestelmien kehityksen edistäminen sekä valistustehtävä.

Yksi keskeinen vaikuttamiskeino ovat omat operaatiot. EKPJ ylläpitää TARGETia, joka on suurten maksujen reaaliaikainen järjestelmä. Omien rahapoliittisten tarkoitustensa ohessa EKPJ luo TARGETin avulla pohjan EU-alueen maksujärjestelmien luotettavuudelle (tarkemmin jaksossa 6.3.1).

Toinen EKPJ:n vaikuttamiskeino on sen harjoittama yleisvalvonta. Yleisvalvonnan avulla keskuspankit pyrkivät varmistamaan, että maksujärjestelmäkokonaisuudet toimivat vakaasti, tehokkaasti ja luotettavasti.[4] Yleisvalvonta on pitkälti yhdenmukaistettua ja koordinoitua, ja sitä yhdenmukaistetaan edelleen. Eurojärjestelmän yleisvalvontatehtävät on jaettu neljään pääryhmään: 1) yleisvalvontapolitiikan määrittelyyn, 2) yleisvalvontapolitiikan toteutukseen, 3) maksujärjestelmäkehityksen seuraamiseen riskien suuruuden ja järjestelmien tehokkuuden arvioimiseksi sekä liiallisen riskinoton estämiseksi ja 4) ongelmatilanteiden hallintaan.[5] Yleisvalvonnan tehtävien jaosta[6] on päätetty, että EKP:n neuvosto muotoilee yhteisen yleisvalvontapolitiikan linjan,

---

[4] Esimerkiksi Suomen Pankin lakisääteinen yleisvalvontatehtävä perustuu edellä mainittuihin EY:n perustamissopimukseen ja EKPJ:n perussääntöön sekä lakiin Suomen Pankista. Suomen Pankin yleisvalvontaa on kuvattu mm. Heikki Koskenkylän toimittamassa teoksessa ”Suomen rahoitusmarkkinat 2002”.

[5] Näitä periaatteita sekä yleisvalvonnan kehitystä esittelevät tarkemmin Iivarinen ym. 2003.

[6] Eurojärjestelmän yleisvalvontapolitiikkaa käsitellään mm. EKP:n julkaisussa ”Role of the eurosystem in the field of payment systems oversight” ”Eurojärjestelmän asema maksujärjestelmien yleisvalvonnassa” (http://www.ecb.int/pub/pub/paym/html/index.en.html).

kan linjan, jonka noudattamisesta jokainen kansallinen keskuspankki huolehtii oman maansa järjestelmien osalta. Tarvittaessa päätetään johtava yleisvalvoja. Yhdenmukainen yleisvalvonta EKPJ:ssä on tärkeää, sillä yhteisten perusperiaatteiden noudattaminen takaa tasapuolisen kohtelun eri toimijoille eri maissa. Yksi keskeinen yleisvalvontatyökalu on arvioida maksujärjestelmiä suhteessa G10-maiden keskuspankkien laatimiin perusperiaatteisiin.[7] Kansainvälisen järjestelypankin (BIS) yhteydessä toimiva maksu- ja selvitysjärjestelmäkomitea (Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS) julkaisi nämä systeemiriskin kannalta merkittäviä maksujärjestelmiä koskevat periaatteet vuonna 2001 ja niiden edeltäjät, ns. Lamfalussynstandardit,[8] jo vuonna 1990. Näiden perusperiaatteiden ohella EKPJ on kehittänyt yleisvalvonnan perusperiaatteet myös vähittäismaksujärjestelmille. Yleisvalvontastandardeja kehitetään koko ajan.

Keskuspankkien harjoittaman yleisvalvonnan lisäksi pankkivalvojat valvovat maksujärjestelmien yksittäisiä osapuolia. Keskuspankkien ja pankkivalvojien sujuva yhteistyö on keskeistä, jotta mahdolliset riskit havaittaisiin ja niihin pystyttäisiin vaikuttamaan riittävän ajoissa. Keskuspankit ja pankkivalvojat ovat allekirjoittaneet valvontapöytäkirjan (Memorandum of Understanding, MoU[9]). Se on tarkoitettu lähinnä yhteistyön ja tietojen vaihdon pohjaksi ja koskee suurten maksujen järjestelmiä EU:n alueella. Normaaliaikojen ohella kriisienhallintaa ja poikkeusoloja koskevan työnjaon eri valvojien välillä tulee olla selvä. Yleisvalvonnan ja muun valvonnan toimivuudesta ja yhteensopivuudesta tulee varmistua myös, kun järjestelmät integroituvat. Integraatio ja sen mukanaan tuomat muutokset ovat haaste valvontayhteistyölle.

TARGET-järjestelmän ylläpidon ja yleisvalvonnan ohella EKP:llä on mahdollisuus antaa asetuksia ja lausuntoja. Toistaiseksi EKP ei ole käyttänyt asetuksenanto-oikeuttaan maksujärjestelmäalueella. Lisäksi EKP:n keskeinen keino maksujärjestelmien moitteettoman toiminnan edistämisessä on vaikuttaminen eri foorumeilla. EKP on edustettuna lukuisissa kansainvälisissä maksujärjestelmäalueen komiteoissa ja työryhmissä. Osana yleistä vaikuttamistaan EKP pyrkii vaikuttamaan maksujärjestelmien kehittämiseen katalystin, eli myötävaikuttajan, roolissa. Markkinatoimijoiden saattaa olla joskus hankalaa sopia esimerkiksi kehityksen edistymisen kannalta välttämättömistä standar-

---

[7] BIS 2001.
[8] BIS 1990.
[9] Memorandum of Understanding on co-operation between payment systems overseers and banking supervisors in stage three of economic and monetary union, 2 April 2001. EKP 2001. (EKP:n lehdistötiedote, saatavissa osoitteesta http://www.ecb.int).

deista, sillä lyhyen aikavälin edut ovat usein ristiriitaisia. Eri osapuolilla saattaa olla erilainen näkemys tulevasta kehityksestä, ja alkuvaiheessa jokin maksamisinnovaatio saattaa olla hyvinkin sirpaloitunut. Ajankohtainen esimerkki tästä ovat lukuisat matkapuhelimella maksamisen sovellukset: keskenään yhteen sopimattomia sovelluksia on Suomessakin useita. Yhteiset ja riittävän varhaisessa kehitysvaiheessa laaditut standardit saattaisivat nopeuttaa markkinoiden syntymistä merkittävästi. Keskuspankin myötävaikuttajan rooliin liittyy myös markkinoiden kehityksen tiivis seuraaminen. Yksi esimerkki tästä on EKP:n ylläpitämä e-Payment Systems Observatory (ePSO) -sivusto[10], johon kootaan tietoja eri maiden elektronisista maksutavoista ja mobiilimaksuratkaisuista. Muiden vaikuttamiskeinojensa ohella EKPJ:llä on valistustehtävä. Sitä se toteuttaa mm. lukuisten julkaisujensa avulla. Myös useissa kansallisissa keskuspankeissa tehdään aktiivisesti selvitys- ja tutkimustyötä, jonka pohjalta tuotetaan erityyppisiä julkaisuja.

Yhteistyö, päätöksenteko ja päätösten valmistelu tapahtuu EKPJ:ssä pitkälti komiteoissa ja niiden alatyöryhmissä, joissa jokaisella jäsenmaalla on vähintään yksi edustaja. Maksujärjestelmäalueen komitea on maksu- ja selvitysjärjestelmäkomitea (Payment and Settlement Systems Committee, PSSC). Lisäksi EKP:llä on yhteistyötä muiden viranomaisten ja markkinatoimijoiden kanssa. Yksi esimerkki yhteistyöstä on ns. COGEPS-työryhmä (Contact Group on Euro Payments Strategy), joka on eurojärjestelmän ja markkinaosapuolten maksujärjestelmäalueen yhteistyöelin.

Suomen Pankki osallistuu EKPJ:n työskentelyyn aktiivisesti. Myös EU:n neuvoston ja Euroopan parlamentin säätämää EU-oikeutta sovelletaan Suomessa, kuten muissakin jäsenmaissa. Esimerkiksi hintaasetus oli suoraan ja sellaisenaan sitovaa lainsäädäntöä, jota ei tarvinnut erikseen panna täytäntöön. Direktiivit taas tulee erikseen panna täytäntöön kansallisessa lainsäädännössä, ja Suomessa ne on implementoitu jotakuinkin aikataulussa.

Suomen Pankki harjoittaa myös kotimaassa tiivistä viranomaisyhteistyötä muiden tahojen kanssa. Erilaisissa seminaareissa ja work shop -tapaamisissa käydään ajankohtaisia asioita läpi ja yritetään tarvittaessa löytää yhteinen näkemys mm. eri maksujärjestelmän asioihin. Viranomaisyhteistyön ohella Suomen Pankki tekee yhteistyötä markkinaosapuolten kanssa. Esimerkiksi maksujärjestelmäkentällä on kaksi yhteistyöorganisaatiota, maksujärjestelmien ohjausryhmä ja sen alainen maksujärjestelmien yhteistyöryhmä, joissa pankkien ja Suo-

[10] http://www.e-pso.info.

men Pankkiyhdistyksen kanssa keskustellaan ajankohtaisista maksujärjestelmäasioista säännöllisesti muutaman kerran vuodessa. Säännöllisten työryhmien lisäksi järjestetään seminaareja ja muita keskustelutilaisuuksia tarpeen mukaan. Yhteistyö markkinaosapuolten kanssa on tärkeää, jotta pystytään vaihtamaan näkemyksiä ja ottamaan eri näkökulmat huomioon maksujärjestelmien yleisvalvonnassa ja kehitystyössä. Yhteistyön keskeisenä tarkoituksena on edistää yhtenäismarkkinoiden periaatteiden omaksumista ja vaihtaa tietoja erilaisista EU-aloitteista.

6.3 Suurten maksujen järjestelmät

Suurten maksujen järjestelmät ovat keskeisiä integraation edistämisen kannalta. Ne voidaan jakaa keskuspankkien tarjoamiin ja ylläpitämiin järjestelmiin sekä yksityisen sektorin järjestelmiin.

Keskuspankkien ylläpitämä suurten maksujen järjestelmä, TARGET, luotiin ensisijaisesti euroalueen yhteisen rahapolitiikan tarpeisiin. Se aloitti toimintansa vuoden 1999 alussa, jolloin euro otettiin käyttöön tilirahana. Eurokäteiseen siirryttiin kolme vuotta myöhemmin, vuoden 2002 alussa. Rahapoliittisten tarpeiden ohella TARGET luotiin järjestelmäksi, jossa voidaan välittää turvallisesti ja nopeasti rahoitusjärjestelmän vakauden kannalta tärkeitä suuria maksuja. Järjestelmä on toiminut hyvin ja täyttänyt sille asetetut tavoitteet.

Euroopassa on toinenkin suurten maksujen järjestelmä, yksityisen sektorin ylläpitämä EURO 1. Tämä järjestelmä korvasi aiemmin käytössä olleen ECU Clearing -järjestelmän vuoden 1999 alusta, kun euroa ryhdyttiin käyttämään tilirahana ecujen sijaan.

6.3.1 Keskuspankkien ylläpitämät järjestelmät

TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system) on EU-alueen euromääräisen maksuliikenteen automatisoitu bruttomaksujärjestelmä. Se muodostuu viidestätoista kansallisesta reaaliaikaisesta bruttomaksujärjestelmästä (Real-Time Gross Settlement System eli RTGS) ja Euroopan keskuspankin maksumekanismista. TARGETin ensimmäinen versio otettiin käyttöön vuoden 1999 alussa, ja se on edistänyt integraatiota merkittävästi EU-alueella. Sen välityksellä EU-maissa toimivat pankit voivat suorittaa maksuja toisilleen reaaliaikaisesti keskuspankkirahalla. Maksut ovat peruuttamattomia ja lopullisia heti kun ne on käsitelty. Suoria osapuo-

lia TARGETissa on yli 1 500, ja yhteensä yli 40 000 pankkia on tavoitettavissa järjestelmän kautta.[11]

TARGET luotiin EKPJ:n yhteisen rahapolitiikan tarpeisiin. Se onkin vaikuttanut keskeisesti euroalueen raha- ja arvopaperimarkkinoiden muotoutumiseen. Lisäksi haluttiin tarjota turvallinen ja luotettava, reaaliaikainen järjestelmä euromääräisille maksuille – eli lisätä vakautta maksujärjestelmiin – sekä lisätä maiden välisten maksujen tehokkuutta euroalueella. TARGETin voidaan katsoa onnistuneen näissä tavoitteissaan. Uudet EU:n jäsenmaat liittyvät TARGETiin viimeistään rahaliittoon liittyessään.

TARGETin uusi versio, TARGET 2[12], on parhaillaan tekeillä. Tavoitteena on yhdenmukaistaa palvelutaso eli mm. tarjota järjestelmää käyttäville pankeille samat peruspalvelut. Lähtökohtaisesti kaikki TARGETissa mukana olevat keskuspankit siirtyvät käyttämään yhteistä, ns. jaettua laitealustaa. Pankkien tilit tulevat olemaan edelleen kansallisissa keskuspankeissa, vaikka ne teknisesti sijaitsevatkin yhteisellä laitealustalla. Pankit asioivat TARGET 2 -järjestelmään liittyvissä palveluissa oman keskuspankkinsa kanssa. Osana yhdenmukaistamista peruspalvelujen hinnat tulevat olemaan samat sekä kotimaisille että maiden välisille maksuille jokaisessa maassa. Lisäksi uuden järjestelmän tulee kokonaisuudessaan toimia kustannustehokkaasti. TARGET 2 tulee myös tarjoamaan joustavia mahdollisuuksia likviditeetinhallintaan sekä tehokkuusetuja.

Asetettujen tavoitteiden, kuten yhdenmukaistettujen palvelujen luominen ja kustannustehokkuuden saavuttaminen, on suuri haaste. Lisäksi yksi keskeinen kysymys on järjestelmien aukioloaika, koska osapuolet alkavat yhä enemmän tarvita mahdollisuutta reaaliaikaiseen rahansiirtoon ympäri vuorokauden. Ylipäätään TARGETia pyritään kehittämään vastaamaan paremmin markkinoiden toiveisiin mm. hinnoittelun ja tarjottavien palvelujen suhteen, jotta pankit käyttäisivät sitä maksujensa hoitamiseen. Suurten, vakauden kannalta merkittävien maksujen suorittaminen reaaliaikaisen bruttomaksujärjestelmän kautta pienentää vakausriskiä.

---

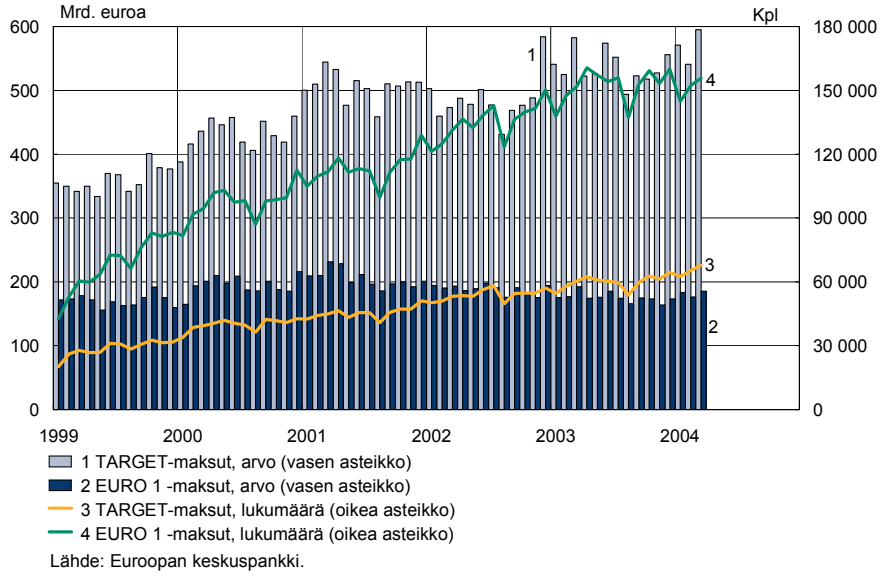
[11] Lisätietoja TARGETista on saatavilla EKP:n Internet-sivuilta (http://www.ecb.int) esimerkiksi dokumenteista EKP 2003a ja EKP 2004.

[12] Lisätietoa TARGET 2:sta on saatavilla EKP:n Internet-sivuilta (http://www.ecb.int) esimerkiksi dokumentista EKP 2003b.

6.3.2 Yksityisen sektorin järjestelmät

Keskuspankkien ylläpitämän TARGET-maksujärjestelmän lisäksi Euroopassa on yksityisen sektorin suurten maksujen järjestelmä, EBAn (Euro Banking Association) ylläpitämä EURO 1[13]. Se on nettomaksujärjestelmä, jonka katteet siirretään TARGET-järjestelmässä EBAn EKP:ssä olevan tilin kautta. Vaikka EURO 1 on suurten maksujen järjestelmä, sen välityksellä maksetaan käytännössä pienempiä ja ehkä myös vähemmän kiireisiä maksuja kuin TARGETissa. Määrällisesti EURO 1:n kautta hoidetaan kuitenkin enemmän tapahtumia kuin TARGETin kautta (kuviot 1 ja 2). Voidaankin todeta, että markkinat ovat melko segmentoituneet: suuret maksut hoidetaan pääosin TARGETissa, keskisuuret maksut EURO 1:ssä ja vähittäismaksut STEP 2 -järjestelmässä (tarkemmin jaksossa 6.4.2). Tällainen segmentoituminen on positiivista riskienhallinnan kannalta.

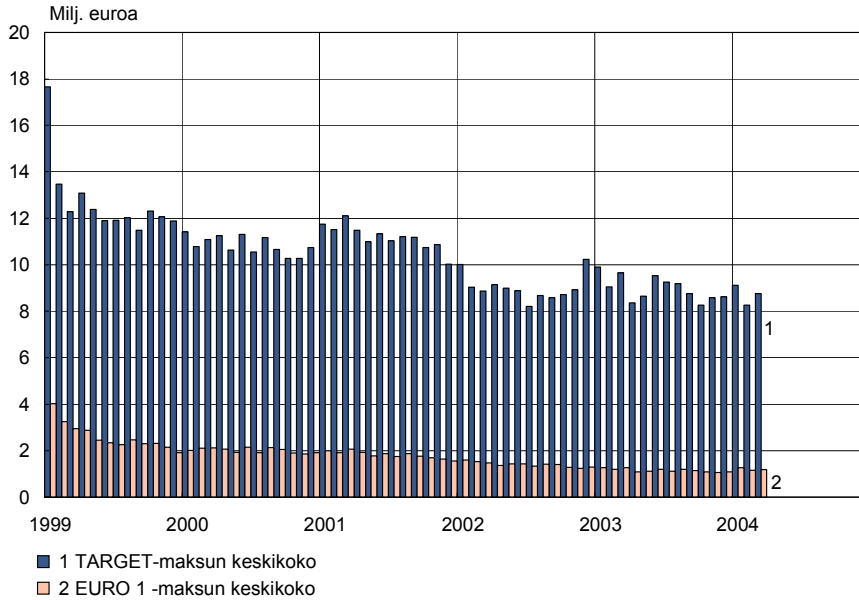
Kuvio 1. **EU-alueen lähtevien TARGET- ja EURO 1 -maksujen lukumäärä ja arvo keskimäärin päivässä kuukausittain**



Lähde: Euroopan keskuspankki.

[13] Lisätietoa EURO 1 -järjestelmästä EBAn sivuilla (http://www.abe.org).

Kuvio 2. **Maksujen keskikoko TARGET- ja EURO 1 -järjestelmissä kuukausittain**



Lähde: Euroopan keskuspankki.

Toinen yksityisen sektorin ylläpitämä järjestelmä on maailmanlaajuinen CLS[14] (Continuous Linked Settlement). Tämä järjestelmä luotiin poistamaan valuuttakauppojen maksuihin liittyvä toimitusriski. CLS-järjestelmässä valuuttakaupan maksut toteutetaan periaatteella maksu maksua vastaan, eli valuuttakaupan kohdevaluutat vaihtavat omistajaa samanaikaisesti. CLS on globaali järjestelmä, ja se on lisännyt järjestelmien riippuvuutta toisistaan. Ongelmat yhden maan RTGS-järjestelmässä saattavat vaikeuttaa CLS-järjestelmän toimintaa ja aiheuttaa siten ongelmia myös muiden maiden järjestelmiin. Tulevaisuudessa CLS saattaa laajentaa toimintaansa myös uusiin palveluihin, esimerkiksi vakuushallintaan.

[14] http://www.cls-group.com/about_cls/index.cfm.

6.4 Maksuvälineet ja vähittäismaksujärjestelmät

Ennen euron käyttöönottoa kullakin maalla oli oma raha ja kansalliset maksujärjestelmät. Valuutanvaihdon vuoksi eri valuuttojen määräiset, maiden väliset maksut hoidettiin kirjeenvaihtajapankkitoimintojen[15] avulla. Euron tultua kansallisia järjestelmiä ei voitu kytkeä yhteen, minkä vuoksi ryhdyttiin kehittämään uusia tapoja maasta toiseen suoritettavia vähittäismaksujen eli pienten maksujen käsittelyyn.

6.4.1 Maksuvälineet

Euromaissa otettiin yhteinen käteinen käyttöön 1.1.2002. Saavutetut hyödyt maksujärjestelmäalueen integroitumisesta näkyvätkin tavalliselle kuluttajalle konkreettisimmin juuri yhteisenä käteisenä. Kuluttajat voivat maksaa samoilla seteleillä ja kolikoilla kaikkiaan kahdessatoista maassa, mikä helpottaa luonnollisesti vaikkapa matkailua.

Siirtyminen yhteisen käteisen käyttöön loi haasteita myös euromaiden rahahuollon yhdenmukaistamiselle. Huhtikuussa 2001 EKP:n neuvosto päätti, että seuraavien viiden vuoden aikana eurosetelien tuotannossa käytetään hajautettua tuotantomallia. Toisin sanoen kukin keskuspankki vastaa vain osasta setelien kokonaistuotantoa ja tuottaa itse korkeintaan muutamaa setelilajia. Tällaisen hajautetun tuotantomallin avulla eurojärjestelmä voi hyötyä skaalaeduista ja varmistaa tasalaatuisten setelien saatavuuden. EKP:n neuvosto on korostanut myös rahahuollon tasapuolisen toimintaympäristön tärkeyttä, ja tasapuolisen kilpailuympäristön edistämistä on tuettu useilla toimilla. Vuonna 2002 alettiin soveltaa yhteisiä sääntöjä ammattimaisilta rahankäsittelijöiltä perittäviin käteisrahan käsittelymaksuihin. Lisäksi sovittiin kansallisten keskuspankkien rahahuoltopisteiden aukioloajoista sekä veloitus- ja hyvityssäännöistä. Eurojärjestelmä antoi myös ohjeet talletus- ja ottoautomaattien käytöstä.[16] Rahahuolto on hyvä

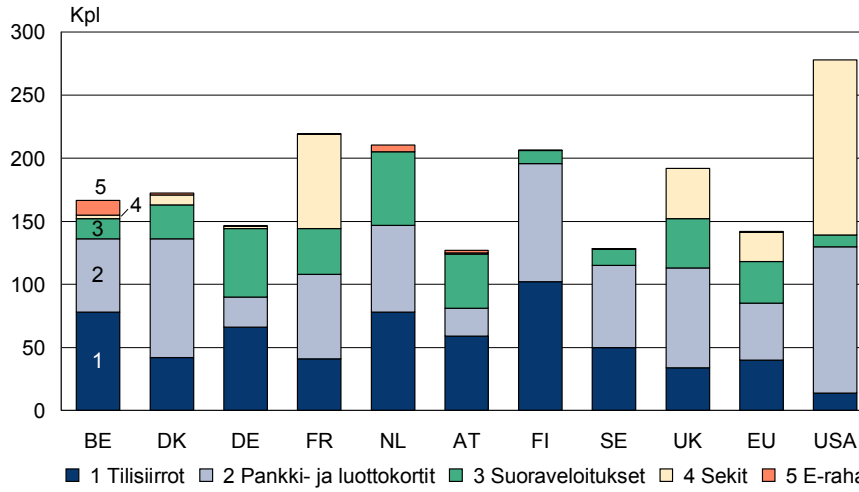
[15] Kirjeenvaihtajapankkitoiminnassa pankki pitää ulkomaisille pankeille tilejä omissa järjestelmissään (ns. lorotilit) ja välittää maksuja kansallisiin maksujärjestelmiin. Vastaavasti esimerkiksi suomalainen pankki voi pitää tiliä ulkomaisessa pankissa (ns. nostrotilit), jolloin ulkomainen pankki toimii linkkinä paikallisiin maksujärjestelmiin ja maksunvälitykseen.

[16] Levo – Takala 2004. Lisäksi rahahuoltoa ja sen haasteita käsitellään mm. EKP:n vuosikertomuksissa vuosilta 2002 ja 2003 sekä EKP:n Kuukausikatsauksessa heinäkuulta 2003.

esimerkki yhdenmukaistetusta toiminnasta, jota yhtenäistetään edelleen.

Muiden maksutapojen käytössä euroalueen integroituminen ei ole ollut yhtä konkreettista kuin käteisen osalta. Esimerkiksi tilisiirrot, sekit ja suoraveloitukset ovat olleet käytössä lähinnä kansallisessa maksamisessa, ja niiden käytössä kansalliset rajat ovat yhä merkittäviä integroitumisen esteitä. Erilaiset maksutavat ovat suosittuja eri maissa.[17] Esimerkiksi sekkiä käytetään edelleen yleisesti joissakin EU-maissa – mm. Ranskassa ja Isossa-Britanniassa – kun taas tilisiirto on hyvin suosittu maksutapa esimerkiksi Suomessa ja Alankomaissa (kuvio 3).

Kuvio 3. **Maksutapahtumien lukumäärä asukasta kohden vuonna 2002**



Lähteet: EKP ja BIS.

Jotkin kansainväliset maksukortit ovat käytettävissä paitsi euromaissa myös maailmanlaajuisesti. Onkin mielenkiintoista pohtia, miten ne ovat saavuttaneet suositun asemansa. Yksi selitys lienee se, että maksukortti on kuluttajalle kätevä maksutapa, ja se on onnistuttu markkinoimaan laajasti niin kuluttajille kuin myyjillekin. Toimivaa, helppokäyttöistä ja laajasti hyväksyttyä maksutapaa on hankalaa haastaa. Esimerkiksi elektroninen raha tai matkapuhelinmaksusovellukset eivät ole ainakaan toistaiseksi syrjäyttäneet perinteistä maksukorttia.

[17] Ks. esim. Jyrkönen – Paunonen 2003.

Myös kotimaisten maksukorttien asema on mielenkiintoinen. Voidaan hyvin kysyä, tarvitaanko yhdentyvässä Euroopassa esimerkiksi kotimaisia pankkikortteja tai kotimaisia luottokorttisovelluksia vai siirrytäänkö kokonaan kansainvälisiin korttijärjestelmiin. Periaatteessa euroalueen integroituminen edellyttäisi sitä, ettei pelkästään yhdessä jäsenmaassa käyviä kortteja olisi. Toisaalta tämä saattaisi tuoda mukanaan ongelmia. Toiminta saattaisi keskittyä täysin muutamalle maailmanlaajuiselle toimijalle, ja tällöin pitäisi varmistua siitä, että riittävä kilpailu säilyy. Tällä hetkellä tilisiirtoja Suomesta muihin maihin tehdään vähän.[18] Tulevaisuudessa tällaisten tapahtumien määrä saattaa hyvinkin kasvaa, koska esimerkiksi vähittäiskaupan kasvu euroalueen maiden välillä lisää myös rahan liikkumista maasta toiseen. Tämän lisäksi esimerkiksi työvoiman, opiskelijoiden ja eläkeläisten nykyistä suurempi liikkuvuus voisi myös lisätä maiden välisten maksutapahtumien määrää. Muun muassa Euroopan laajuisen suoraveloituksen (Pan-European Direct Debit, PEDD) tarpeesta on keskusteltu viime aikoina. Tällaisen maksutavan tarve on jossain määrin epäselvä. Euroopan laajuiselle suoraveloitukselle saattaa olla enemmän kysyntää muualla Euroopassa kuin Suomessa, koska naapurimaat ovat lähempänä toisiaan ja siten ostoksia tehdään helpommin naapurivaltioista.

Internetin ja matkapuhelimen käyttö on kasvanut räjähdysmäisesti viimeisten kymmenen vuoden aikana. Internet ja matkapuhelin toimivat uutena kanavana myös monille maksupalveluille, ja esimerkiksi pankkipalvelujen käyttö Internetin kautta on hyvin suosittua. Uusien kanavien myötä ihmiset eivät ole enää riippuvaisia ajasta ja paikasta. Pankkiasiansa voi hoitaa vaikkapa mökkilaiturilla tai toisella puolella maailmaa reaaliaikaisesti ympäri vuorokauden. Uuden kanavan ohella Internetiin ja matkapuhelimeen on myös syntynyt kokonaan uusia maksutapoja. Suomessa uudet, Internetiin tai matkapuhelimeen perustuvat maksutavat eivät ole toistaiseksi tulleet kovinkaan suosituiksi. Lähes jokaisella kansalaisella on pankkitili, ja maksuliikenne perustuu pankkitilien välisiin tilisiirtoihin. Internetin myötä uudentyyppiset, helppokäyttöiset maksutavat globaalistuvat helposti, koska palveluntarjoajien asiakkaaksi voi kirjautua kuka tahansa Internetin käyttäjä eri puolilta maailmaa.

Uusia maksutapoja voidaan pitää haasteena pankeille, joilla on ollut vahva asema suomalaisessa maksujenvälityksessä. Luonnollisesti turvallisuus on keskeistä maksutavoissa ja -välineissä, sillä kuluttajien luottamus saattaisi horjua pahastikin, jos jossakin maksutavassa ilme-

[18] Suomen Pankkiyhdistyksen (2004) mukaan ulkomaanmaksujen määrä on alle prosentti kaikista maksuista.

nisi vakavia toimintahäiriöitä, väärinkäytöksiä tai sen turvallisuudessa olisi puutteita. Kehittyvät maksutavat ja maksujenvälitys ovat haaste myös valvonnalle ja sääntelylle. Eri maksupalvelujen tarjoajia tulisi kohdella tasapuolisesti lainsäädännön ja muun sääntelyn näkökulmasta. Lisäksi maksupalvelujen tarjoajia tulisi kohdella samojen sääntöjen mukaan koko EU-alueella. Sääntelyn yhdenmukaistamisella tulee pyrkiä varmistamaan, ettei esimerkiksi jokin toimija voi toimia ilman toimilupaa jossakin maassa, jos vastaava liiketoiminta edellyttää toimilupaa jossakin toisessa maassa. Sääntelyä uudistettaessa tulee muistaa, ettei sääntelytaakka saisi tulla liian raskaaksi toimijoille, jolloin se vaikeuttaisi innovaatioiden toteuttamista tai aiheuttaisi tehottomuutta. Sääntelyn yhdenmukaistuksessa on siten aina myös riskinsä.

6.4.2 Vähittäismaksujärjestelmät

Vähittäismaksujärjestelmät ovat kehittyneet eri maissa kansallisten tarpeiden pohjalta. Maasta toiseen suoritettavia pieniä maksuja on ollut vähän, joten pankit ovat keskittyneet kehittämään kotimaan maksujärjestelmiä mahdollisimman toimiviksi ja tehokkaiksi. Näin ollen kunkin maan kansallinen järjestelmä saattaa toimia hyvin ja tehokkaasti, mutta eri maiden järjestelmät eivät ole yhteensopivia vaan toimivat omien, kansallisten standardiensa mukaan. Järjestelmien yhteensopimattomuuden tähden maiden välisissä maksuissa joudutaan tekemään jotkin osuudet manuaalisesti, jolloin maksujen käsittely on hidasta ja kallista.

Euroopan komissio on toistuvasti kiinnittänyt huomiota vähittäismaksujen hitauteen ja kalleuteen. Toisin sanoen maiden välisten maksujen käsittelyyn käytetyt kanavat – mm. kirjeenvaihtajapankkitoiminta, STEP 1 ja pankkiryhmien omat ratkaisut (ns. klubiratkaisut) – eivät ole kyenneet tarjoamaan kuluttajille riittävän tehokkaita palveluja. Euroopan parlamentti ja EU:n neuvosto antoivat joulukuussa 2001 hinta-asetuksen, minkä seurauksena pankkisektori alkoi kehittää maiden välisten maksujen käsittelyä pikavauhdilla (ks. myös jakso 6.2). Asetuksen myötä pankkien oli pakko laskea asiakkailta perittäviä hintoja maiden välisissä euromaksuissa, vaikka todellisuudessa maksujen käsittely hoidettiin vielä entisillä, tehottomilla toimintatavoilla. Euroopalaiset pankit perustivatkin vastauksena hinta-asetukseen kesäkuussa 2002 EPC-nimisen[19] yhteistyöelimen (European Payments Council), joka pyrkii kehittämään yhtenäistä euromaksualuetta (Single Euro

[19] Http://europeanpaymentscouncil.org.

Payments Area, SEPA[20]). SEPA-hankkeen myötä ihmiset ja yritykset voivat suorittaa euromääräisiä maksuja yhtä nopeasti, edullisesti ja turvallisesti maasta toiseen koko euroalueella kuin kotimaassa. Jotta maiden välisten maksujen palvelutaso saadaan vastaamaan kotimaista palvelutasoa, tarvitaan tehokas infrastruktuuri maiden välisten pienten maksujen välittämiseen. Toisin sanoen SEPA-hankkeen tavoitteena on saavuttaa mahdollisimman automaattinen maksun käsittely yhteisin standardein, sopia yhteisistä toimintatavoista, tehostaa sekä kotimaan- että ulkomaanmaksujen käsittelyä ja huolehtia kustannustehokkuudesta. SEPA-hanke kattaa kaikki maksutavat. Osana hanketta sekkien käyttöä pyritään vähentämään, sillä niitä käytetään pääasiassa kotimaanmaksuissa ja niiden käsittely on suhteellisen kallista. EPC-yhteistyöelimessä on mukana eurooppalaisia pankkiyhdistyksiä ja joitakin kymmeniä pankkeja. Suomesta siihen osallistuvat Suomen Pankkiyhdistys ja Nordea. Yhteistyöelin pyrkii tekemään yhteistyötä Euroopan komission ja EKPJ:n kanssa. Se myös toimii tavallaan koko pankkisektorin yhteisenä päätöksentekoelimenä, vaikka sen päätökset eivät olekaan sitovia. Sillä on useita työryhmiä ja alatyöryhmiä, jotka keskittyvät maksukentän eri osa-alueisiin (taulukko 3).

Taulukko 3. **EPC-yhteistyöelimen päätyöryhmät**

Työryhmä	**Tehtävä**
Käyttäjävaatimustyöryhmä (the Business and Customer Requirements Working Group)	Tarkkailee ja hallinnoi maksuvälineiden kehitystä niiden käyttöaikana.
Infrastruktuurityöryhmä (Infrastructure Working Group)	Tukee kehitystä ja muutosta kohti parhaaksi katsottua infrastruktuurimallia. Tällaiseksi malliksi on valittu Euroopan laajuinen selvityskeskus (Pan-European Automated Clearing House, PEACH).
Automaattisen maksujenkäsittelyn työryhmä (the end-to-end STP Working Group)	Pyrkii edistämään kaikkien SEPA-hankkeessa käytettävien maksuvälineiden käsittelemistä täysin automaattisesti.
Käteistyöryhmä (The Cash Working Group)	Pyrkii lyhyellä aikavälillä tehostamaan käteisrahan käsittelyä euroalueella ja pitkällä aikavälillä vähentämään käteisen käyttöä merkittävästi.
Korttityöryhmä (The Cards Working Group)	Keskittyy maksukortteihin liittyviin kysymyksiin, mm. petosten torjuntaan ja hinnoitteluun.

[20] Dokumentissaan ”Euroland: Our Single Payment Area!” EPC (2002) kuvaa SEPA-suunnitelmaa (http://www.europeanpaymentscouncil.org/SEPA-%20WhitepaperSummary.pdf).

Täydellinen yhtenäinen euromaksualue on tavoitteena vuoteen 2010 mennessä. Muun muassa EKP on arvioinut SEPA-hankkeen kehitystä vuosittaisessa seurantaraportissaan[21]. Kehityksen seuranta onkin viranomaisten keskeisin rooli hankkeen luomisessa. On tärkeää, että markkinat ovat ottaneet myös maiden välisten vähittäismaksujärjestelmien kehittämisen tehtäväkseen.

SEPA-hankkeeseen liittyy myös se, että EBAn (Euro Banking Association) pienten maksujen järjestelmä STEP 2 aloitti toimintansa kesällä 2003. EBA ylläpitää myös toista pienten maksujen järjestelmää, STEP 1:tä. Nämä järjestelmät eroavat toisistaan mm. rakenteeltaan.[22] STEP 2 on Euroopan laajuinen selvityskeskus (Pan-European Automated Clearing House, PEACH), jossa käsitellään toistaiseksi vain tilisiirtoja. Suomalaisista pankeista siinä olivat keväällä 2004 suorina jäseninä mukana Nordea ja OKO. Muut suomalaiset pankit voivat vastaanottaa järjestelmän kautta saapuvia maksuja suorina jäseninä olevien pankkien kautta.

STEP 2 -järjestelmän kannalta eräs keskeinen kysymys on, siirtävätkö eurooppalaiset pankit riittävästi maksujaan käsiteltäväksi sen välityksellä. Kriittisen massan saavuttamiseksi EPC ja EKP ovat esittäneet, että kaikki kansalliset tilisiirrot tulisi siirtää käsiteltäväksi STEP 2 -järjestelmään. Suomen kannalta tämä voisi tarkoittaa sitä, että kansallisesta vähittäismaksujärjestelmästä (PMJ) luovuttaisiin ja siirryttäisiin käyttämään STEP 2 -järjestelmän palveluja. Ennen kuin nykyisestä järjestelmästä luovutaan, tulisi siirtymisen vaikutuksia asiakkaisiin ja pankkien toimintaan arvioida huolellisesti. Uuden järjestelmän tulee olla turvallinen ja toimia luotettavasti ja tehokkaasti. Lisäksi eurooppalainen järjestelmä ei saa maksaa asiakkaille eikä pankeille enempää kuin kotimainen järjestelmä. Näiden vaatimusten ohella tulisi varmistua riittävän kilpailun säilymisestä.[23] Onkin mielenkiintoista pohtia, olisiko Euroopassa tilaa useammalle kuin yhdelle Euroopan laajuiselle selvityskeskukselle. Kilpailua voisivat luoda myös pankkien ns. klubiratkaisut, joissa pankkiryhmillä on omia, maasta toiseen välitettäville maksuille räätälöityjä järjestelmiä. Näiden klubiratkaisujen ohella suuret, useassa maassa toimivat pankit välittävät paljon maksuja omissa järjestelmissään. Saattaakin olla, että tällaisten ns. in-house-järjestelmien merkitys kasvaa huomattavasti, jos pankkien fuusiot jatkuvat ja syntyy todella suuria, liki jokaisessa maassa

[21] EKP 2003c, (http://www.ecb.int).
[22] Lisätietoja STEP 2- ja STEP 1 -järjestelmistä on saatavilla EBAn sivuilla (http://www.abe.org).
[23] Kemppainen (2003) on analysoinut kilpailun, yhteistyön ja sääntelyn välistä yhteyttä vähittäismaksujärjestelmissä.

toimivia pankkeja. Tällaisiin in-house-järjestelmiin ja niiden merkitykseen ei ole kiinnitetty toistaiseksi kovin paljon huomiota. Luonnollisesti usean järjestelmän ylläpidosta tai useaan järjestelmään osallistumisesta koituu pankeille kustannuksia, joten ne joutuvat tarkoin arvioimaan, millainen kehitys on kokonaisuuden kannalta tarkoituksenmukaisinta.

Kaikkiaan voidaan todeta, että SEPA-hanke on jo ollut merkittävä edistysaskel vähittäismaksujärjestelmien integraation edistämisessä, vaikka kehitystyötä riittääkin tuleviksi vuosiksi paljon. Integraation etenemistä voidaan arvioida hinnoittelun, kustannusten, maksujen välityksen nopeuden, toimintavarmuuden, järjestelmään pääsyn ja kansallisen turvallisuuden näkökulmasta. Myös tekniset innovaatiot, kuten Internetissä toimivat maksupalvelut, ovat omiaan lisäämään integraatiota. SEPA-hanke ja komissiossa tekeillä oleva uusi maksujärjestelmäalueen oikeudellinen kehys edistänevät yhdentymistä merkittävästi.

6.5 Integraation tulevaisuudennäkymiä ja haasteita

Maksujärjestelmien integraatio jatkuu tulevaisuudessa, ja maksujärjestelmät näyttäisivät keskittyvän yhä suuremmiksi kokonaisuuksiksi käsiteltävien maksujen mukaan.[24] Integroitumisella haetaan ennen kaikkea tehokkuusetuja, mutta myös maksamisen ja maksujärjestelmien vakaudesta, luotettavuudesta ja turvallisuudesta tulee samalla huolehtia. Integroitumiskehitys alkoi suurten maksujen järjestelmistä, koska euroalueen yhteisen rahapolitiikan tarpeisiin piti luoda keskuspankkien ylläpitämä järjestelmä, TARGET. Tekeillä oleva TARGET 2 -järjestelmä edistää integraatiota entisestään. Vähittäismaksujärjestelmissä yhdentyminen on ollut huomattavasti hitaampaa. Vasta viime aikoina pankit ovat alkaneet tosissaan kehittää yhtenäistä euromaksualuetta, ja katsoneet, että tehokas ratkaisu pienten maksujen käsittelyyn olisi Euroopan laajuinen selvityskeskus. Kriittisen massan saavuttamisen ja tehokkaan toiminnan näkökulmasta Euroopan laajuisia selvityskeskuksia ei mahdu Eurooppaan kovin monta. Näin ollen kehitys näyttäisi johtavan entistä keskittyneempään vähittäismaksujen käsittelyyn – harvoissa selvityskeskuksissa käsitellään paljon maksuja.

[24] Iivarinen 2004.

Nähtäväksi jää, katoavatko kansalliset maksujärjestelmät integraation edistyessä.

Myös tekninen kehitys edistää integraatiota. Internetin myötä perinteisiä ja uusia maksutapoja voidaan käyttää entistä joustavammin. Lisääntyvä kaupankäynti Internetissä ja maiden välillä edellyttää hyvin toimivia, nopeita, turvallisia ja luotettavia maksutapoja ja -järjestelmiä. Kehittyvien maksutapojen turvallisuuteen tulee kiinnittää huomiota, jottei suuren yleisön luottamus jotain tiettyä maksutapaa kohtaan horju. Uusissa kanavissa on myös uudentyyppisiä uhkia, mikä on havaittu mm. virusten tietoverkoille aiheuttamien ongelmien myötä.

Myös toimialaliukumat edistävät integraatiota. Niiden myötä erityyppiset yritykset tarjoavat maksupalveluja eli maksupalvelujen tarjoajia tulee pankkien ohella myös muilta toimialoilta. Lisääntyvä kilpailu on tervetullutta, mutta samalla tulee varmistua tarjottavien maksupalvelujen luotettavuudesta sekä siitä, että samat säännöt koskevat samantyyppistä toimintaa.

Juridiset ongelmat ovat merkittäviä integraation haasteita. Kotimarkkinoilla pitäisi olla yhtenäinen lainsäädäntö, eli toisin sanoen sääntelystä johtuvia rajoja ei pitäisi maksamisessa olla. Samat säännöt koskevat sekä kansallisia että maasta toiseen välitettäviä maksuja euroalueella. Saman sääntelyn pitäisi koskea saman riskin sisältävää samaa toimintaa eri maissa. Haasteena onkin yhdenmukaistaa olemassa olevaa lainsäädäntöä. Tässä työssä on edetty jo annettujen direktiivien ja asetusten myötä. Lisäksi tekeillä oleva maksujärjestelmiä koskeva oikeudellinen kehys edistää merkittävästi lainsäädännön yhdenmukaistamista maksamisen eri alueilla.

Keskeinen haaste integraation kannalta on myös järjestelmien hallinnointi (governance). Yhdentymisen edistämiseksi pitäisi varmistua siitä, että kaikilla osapuolilla on avoin ja tasapuolinen pääsy uusiin maksujärjestelmiin. Lisäksi järjestelmällä pitää olla toimiva päätöksentekorakenne. Toisin sanoen maksujärjestelmän toiminnasta ja kehityksestä päättävän elimen pitäisi pystyä sitouttamaan kaikki järjestelmän osapuolet päätöstensä taakse. Toisaalta päätöksentekorakenne ei saa kuitenkaan olla liian jäykkä, jotta päätöksiä pystytään ylipäätään saamaan aikaan. Esimerkiksi SEPA-hankkeen kehityksen kannalta on keskeistä, onnistuuko EPC-yhteistyöelin sitouttamaan koko pankkisektorin päätöksiinsä. Sovituista standardeista tai muista toimintatavoista ei ole juuri hyötyä, jos niitä ei toteuteta käytännössä. Toisaalta päätöksentekoprosessin sujuvoittamiseksi päätöksentekijöiden joukon tulee olla suhteellisen pieni, mutta sen olisi myös pystyttävä tekemään sellaisia päätöksiä, jotka kaikki alueella olevat pankit olisivat valmiit toteuttamaan. Tämä on suuri haaste, sillä päätösten toteuttaminen

edellyttää pankeilta aina investointeja, jolloin niiden pitäisi pystyä varmistumaan myös investoinnista myöhemmin saatavista hyödyistä. Ylipäätään toimiva päätöksentekorakenne on keskeistä koko maksujärjestelmäkentän kehittymisen kannalta ja koskee niin pankkeja kuin keskuspankkejakin.

Yksi vähittäismaksujärjestelmien ja maksutapojen integroitumista hidastava tekijä on yhteisten standardien puute. Voidaankin kysyä, mikä voisi olla keskuspankin rooli standardoinnissa. EKPJ on ottanut selkeän katalystin eli myötävaikuttajan roolin, jossa se pyrkii edistämään markkinoiden kehitystä parhaaksi katsomaansa suuntaan. EKPJ:n rooli on myös osoittaa yhteistyön ongelmakohtia ja mahdollisia riskejä. Yksi keino edistää standardointia on pyrkiä yhdessä markkinaosapuolten kanssa luomaan tarkoituksenmukainen toimintatapa. Toisaalta keskuspankki voi antaa maksujärjestelmiä koskevia asetuksia, ja periaatteessa asetuksella voitaisiin säätää myös jostain yksittäisestä, teknisestä toimintatavasta. Tämä ei välttämättä ole paras mahdollinen vaikuttamiskeino. Esimerkiksi Suomessa on erittäin kehittynyt vähittäismaksujärjestelmä, jossa pankit ovat keskenään sopineet standardeista sekä toimineet sovittujen päätösten mukaisesti. Toisaalta Suomessa pankkien välinen yhteistyö on ollut helppoa, koska pankkiryhmiä on ollut melko vähän. Mikäli markkinatoimijat eivät pysty sopimaan standardeista ja kehitys sen vuoksi hidastuu, pitäisi kansallisten keskuspankkien pyrkiä vaikuttamaan markkinaosapuoliin, jotta eurooppalainen integraatio edistyisi. Keskuspankit voivat koota kehityksen kannalta olennaista informaatiota ja huolehtia siitä, että informaatio on avoimesti kaikkien kiinnostuneiden, esimerkiksi päätöksentekijöiden ja tutkijoiden, saatavilla. Samalla keskuspankit pyrkivät säilyttämään kuluttajien luottamuksen maksujärjestelmiin. Toisin sanoen järjestelmien vakaus, luotettavuus, varmuus ja tehokkuus vaikuttavat myös standardointitarpeisiin.

Toistaiseksi maksujärjestelmäalueen integraatio on keskittynyt lähinnä EU-maihin, eikä globaali integroituminen ole ehkä niin ilmeistä kuin joillakin muilla sektoreilla. Kuitenkin esimerkiksi valuuttakaupan selvityspalveluja tuottava CLS-järjestelmä on kansainvälinen palveluntarjoaja, maksujärjestelmien sanomaliikenteessä käytetään SWIFT-sanomia[25], Internet mahdollistaa maksupalvelujen tarjoamisen globaalisti ja joitakin maksukortteja voidaan käyttää liki kaikissa maailman maissa. Lisäksi yleisvalvontatyöhön kuuluvat järjestelmäarviot perustuvat yhä useammin maailmanlaajuisiin standardeihin. Yksi esimerkki

[25] Http://www.swift.com.

integraatiosta ovat kansainväliset maksut, jotka kulkevat FedACH:n[26] kautta. Tässä järjestelyssä Yhdysvalloista pystyy välittämään vähittäismaksuja Kanadaan, Meksikoon, Isoon-Britanniaan, Sveitsiin, Hollantiin, Saksaan ja Itävaltaan.[27] Palvelu on ollut toiminnassa marraskuusta 2003 lähtien. Pankkisektori on myös suunnitellut maailmanlaajuisen automaattisen selvityskeskuksen (WATCH[28]) aloittamista. Tämä hanke ei kuitenkaan toistaiseksi ole saavuttanut suosiota. Kaikkiaan voidaan todeta, ettei maailmanlaajuista, täydellistä maksujärjestelmien integroitumista ole näköpiirissä. Euroopassa voimavarat kuluvat eurooppalaisen maksamisen ja maksujärjestelmien kehittämiseen, missä riittää haastetta vielä vuosiksi.

6.6 Yhteenveto

Suurten maksujen järjestelmät ovat integroituneet melko pitkälle, mutta vähittäismaksujärjestelmien yhdentyminen on alkuvaiheessa. Käteismaksuissa käytetään samoja seteleitä ja kolikoita koko euroalueella, ja jotkin kansainväliset maksukortit ovat käytettävissä maailmanlaajuisesti. Sitä vastoin pankkikortit, sekit, tilisiirrot ja suoraveloitukset ovat suurelta osin kansallisia ratkaisuja.

Suurten maksujen järjestelmät ovat tärkeitä kriisienhallinnan kannalta, sillä niissä välitettäviin maksuihin liittyvät riskit ovat potentiaalisesti suuria. EU:ssa ei ole ollut vakavia rahoitusmarkkinakriisejä viime vuosina. Yksi keskeinen taustatekijä kriisien ennaltaehkäisyssä ovat hyvin toimivat maksujärjestelmät. Jotta kriiseiltä vältyttäisiin myös tulevaisuudessa, tulisi järjestelmien sisäisen ja ulkoisen valvonnan toimia hyvin. Kun järjestelmät integroituvat, myös keskuspankkien yleisvalvonnan ja pankkivalvojien harjoittaman valvonnan järjestäminen joudutaan miettimään uudelleen. Kriisitilanteessa yhteistyö keskuspankkien ja pankkivalvojien välillä korostuu. Maksujärjestelmäalueen integroituminen edellyttää yhteisiä ratkaisuja myös valvontaan ja yleisvalvontaan.

Integraation edistämisessä riittää haastetta niin markkinaosapuolille kuin viranomaisillekin. Lainsäädännön avulla voidaan poistaa suurimpia esteitä, mutta lisäksi tarvitaan eri osapuolilta kykyä ja halua tehdä yhteisiä päätöksiä sekä noudattaa niitä. Käytännössä integraa-

[26] FedACH on Yhdysvaltain keskuspankin (Federal Reserve System) keskitetty automatisoitu selvityskeskus (automated clearing house).
[27] Http://www.frbservices.org/Retail/intfedach.html.
[28] Http://www.globalach.org.

tion edistäminen voi olla hyvinkin hankala ja aikaa vievä prosessi. Myös globaali maksujärjestelmien yhdentyminen etenee, mutta todennäköisesti varsin hitaasti.

Lähdeluettelo

BIS (1990) **Report of the committee on interbank netting schemes of the central banks of the group of ten countries.**

BIS (2001) **Core Principles for Systemically Important Payment Systems.** CPSS Publications No. 43.

EKP (2000) **Role of the Eurosystem in the field of payment systems oversight.**

EKP (2001) **Memorandum of Understanding on Co-operation between Payment Systems Oversees and Banking Supervisors in Stage Three of Economic and Monetary Union.** Lehdistötiedote 2.4.2001.

EKP (2003a) **TARGET: the Trans-European Automated Real-Time Gross settlement Express Transfer system – update 2003.**

EKP (2003b) **TARGET2: the payment system of the €urosystem.**

EKP (2003c) **Towards a Single Euro Payments Area – Progress Report.**

EKP (2004) **TARGET Annual Report 2003.**

EPC (2002) **Euroland: Our Single Payment Area**. Summary (http://www.europeanpaymentscouncil.org/SEPA-%20WhitepaperSummary.pdf).

Iivarinen, T. (2004) **Large value payment systems – principles and recent and future developments.** Bank of Finland Discussion Papers. Ilmestymässä lähiaikoina.

Iivarinen, T. – Leinonen, H. – Lukka, M. – Saarinen, V. (2003) **Maksu-järjestelmäriskien sääntely ja hallinta – suomalainen näkökulma.** Suomen Pankin tutkimuksia A:103. Helsinki.

Jyrkönen, H. – Paunonen, H. (2003) **Card, Internet and mobile payments in Finland.** Bank of Finland Discussion Papers 8/2003. Helsinki.

Kemppainen, K. (2003) **Competition and regulation in European retail payment systems.** Bank of Finland Discussion Papers 16/2003. Helsinki.

Koskenkylä, H. (toim.) (2002) **Suomen rahoitusmarkkinat 2002.** Suomen Pankin tutkimuksia A:102. Helsinki.

Levo, U. – Takala, K. (2004) **Suomen rahahuoltojärjestelmä.** Euro & talous 2/2004. Helsinki.

Suomen Pankkiyhdistys (2004) **Pankkitekniikka Suomessa.** Helsinki.

Luku 7

Vakaus sekä sääntely ja valvonta

Heikki Koskenkylä – Jenni Koskinen

7 Vakaus sekä sääntely ja valvonta 170
7.1 Johdanto 170
7.2 Integraatio ja vakaus 171
7.3 Integraatio ja sääntely 174
7.3.1 Rahoituspalvelujen toimintasuunnitelma (FSAP) ja Lamfalussy-prosessi sääntelyn tehostamiseksi .. 175
7.3.2 EU:n sääntelyn haasteet ja näkymät 184
7.4 Integraatio ja valvonta..... 186
7.4.1 Valvonnan järjestelyt EU-maissa 188
7.4.2 Valvonnan ajankohtaisia kysymyksiä ja haasteita 190
7.5 Integraatio ja keskuspankkien rooli vakauden edistämisessä..... 192
7.5.1 Keskuspankkien vakaus- ja valvontatehtävä..... 192
7.5.2 Vakaus- ja valvontayhteistyö EU-maissa ja kansainvälisesti 195
7.5.3 Edessä olevat haasteet 197
7.6 Yhteenveto ja näkymiä 198

Lähdeluettelo..... 200

Liite 1/7 205
Liite 2/7 208
Liite 3/7 212
Liite 4/7 213
Liite 5/7 215

7 Vakaus sekä sääntely ja valvonta

7.1 Johdanto

Edellä on tarkasteltu integraation etenemistä sekä sääntelyn ja valvonnan kysymyksiä rahoitusmarkkinoiden eri sektoreilla. Rahoitusmarkkinoiden integraatio on edennyt varsin eri tahtia eri sektoreilla, mutta kaiken kaikkiaan rahoituspalveluiden maiden välinen kauppa on kasvanut kiihtyvällä vauhdilla viime vuosina. Tämä on nostanut esiin keskeisiä, rahoitusmarkkinoiden sääntelyn ja valvonnan institutionaaliseen rakenteeseen sekä käytännön toimintaan liittyviä kysymyksiä. Varsinkin euroalueella yhteisen rahapolitiikan alkaminen ja euron tulo vuonna 1999 ovat korostaneet sääntely- ja valvontarakenteiden toimivuuden merkitystä.

Viime vuosikymmenen lopulla alettiin arvioida entistä enemmän ja systemaattisemmin EU:n institutionaalisten järjestelyjen riittävyyttä turvata rahoitusmarkkinoiden vakaus. Kaksi kysymystä on nostettu esille tässä yhteydessä. Ensinnäkin onko pääosin kansallisiin vastuisiin perustuva valvonta riittävä turvaamaan rahoitusmarkkinoiden vakauden ja luotettavuuden sekä kriisienhallinnan, kun integraatio etenee kiihtyvällä vauhdilla. Toiseksi missä määrin EU:n sääntelyprosessi – direktiivien ja asetusten valmistelu sekä kansallinen toimeenpano – ja kansallisten valvontakäytäntöjen huomattavan suuret erot ovat muodostuneet esteeksi rahoitusmarkkinoiden integraation syvenemiselle ja laajentumiselle.

Rahoitusmarkkinoiden lainsäädännön juuret ulottuvat vuonna 1957 tehtyyn Rooman sopimukseen. Sen jälkeen yhdenmukaistettiin aluksi pankkilainsäädäntöä 1970- ja 1980-luvuilla, ja tämän jälkeen toimenpiteitä laajennettiin arvopaperimarkkinoiden puolelle. Rahoitusmarkkinoiden infrastruktuuria ja erityisesti maksujärjestelmäaluetta koskeva lainsäädäntö kehittyi 1990-luvun lopulla. Valvonta on alun alkaen pysynyt kansallisena, eikä toistaiseksi ole ollut edes aloitteita ylikansallisten elinten perustamiseksi, vaikka keskustelua aiheesta on ollut. Valvonta- ja sääntelykysymysten maiden väliseen keskusteluun on kuitenkin luotu ylikansallinen komitea- ja työryhmälaitos aikaa myöten jo 1970-luvulta alkaen. Komitearakenteen merkitys on ollut lähinnä neuvoa-antava ja informaatiota välittävä. Integraation edetessä ja rahoitusmarkkinoiden rakenteiden kokiessa suuria muutoksia kansallisen tason valvontaorganisaatioita on uudistettu viime vuosina. Valvonta- ja sääntelyrakenteita koskevassa keskustelussa ja käytännön toiminnan uudistamisessa on tullut esille myös globaali näkökulma.

Monissa EU:n sääntelyhankkeissa on nähtävissä globaali tausta ja kytkentä G10-maiden tai sitäkin laajempien maaryhmien perustamien rahoitusalan komiteoiden työhön.

Keskustelu EU:n sääntely- ja valvontarakenteiden toimivuudesta ja riittävyydestä konkretisoitui 1990-luvun lopulla euron tulon yhteydessä useisiin merkittäviin aloitteisiin ja toimenpiteisiin. Keväällä 1999 hyväksyttiin Eurooppa-neuvoston kokouksessa rahoituspalveluiden toimintasuunnitelma, joka tähtää merkittävään muutokseen EU:n rahoitusmarkkinoita koskevassa lainsäädännössä. Ensisijaisena tavoitteena on sisämarkkinoiden edistäminen, mutta myös vakauden turvaaminen. Syksyllä 1999 Ecofin-neuvosto pyysi talous- ja rahoituskomiteaa (EFC) arvioimaan, onko EU:n olemassa oleva sääntely- ja valvontarakenne riittävä turvaamaan rahoitusmarkkinoiden vakauden. Komitea asetti tehtävää suorittamaan ns. Brouwerin ryhmän, joka hieman eri kokoonpanoin laati kaksi raporttia.[1] Raporttien suosituksia vakauden edistämiseksi ja kriisienhallinnan kehittämiseksi seuraavat edelleen talous- ja rahoituskomitea ja Ecofin-neuvosto. Seuraava suositusten toteuttamisen seurantaraportti valmistuu syyskuussa 2004 Ecofin-neuvostolle.

Vuonna 2000 asetettiin ns. Lamfalussy-komitea arvioimaan erityisesti arvopaperimarkkinoiden sääntelyn ja valvonnan kehittämistä. Laaditun raportin pohjalta perustettiin uudet komiteat arvopaperimarkkinoiden sääntelyä ja valvojia varten. Niiden tehtävänä on tehostaa direktiivien valmistelua ja edistää valvojien yhteistyötä ja valvonnan menetelmien yhdenmukaistumista.

Talous- ja rahoituskomitea laati laajan EU:n sääntelyä, valvontaa ja vakautta koskevan selvityksen syksyllä 2002. Selvitys perustui mainittuun Lamfalussy-raporttiin, ja sen tarkoituksena oli laajentaa ns. Lamfalussy-prosessi myös pankki- ja vakuutussektoriin. Arvopaperipuolta vastaavat uudet komiteat syntyivätkin vakuutussektorille vuoden 2003 lopulla ja pankkipuolelle vuoden 2004 alussa.

7.2 Integraatio ja vakaus

Brouwer-ryhmän ensimmäisessä raportissa (Report on Financial Stability) analysoidaan rahoitusmarkkinoiden muutostrendien vaikutusta EU:n sääntelyyn ja valvontaan sekä vakauden turvaamiseen yleensä Euroopassa. Integraation ja rahoitusmarkkinoiden rakennemuutosten vaikutukset vakauteen ovat moninaiset; kokonaisvaikutusta

[1] EFC 2000, 2001.

on vaikea arvioida. Jotkin muutostekijät lisäävät vakautta parantamalla järjestelmän riskinkestokykyä ja toiset altistavat rahoitusjärjestelmän entistä suuremmille riskeille.

Varsin yleinen käsitys on, että yhteinen rahapolitiikka ja euro parantavat olennaisesti rahoitusmarkkinoiden vakauden edellytyksiä. Laajan alueen näkökulmasta harjoitettava rahapolitiikka on vähemmän altis häiriöille kuin yhden maan rahapolitiikka, ja korkojen liikkeet ovat tällöin vähäisemmät eli korkokehitys on vakaampi. Vakaa korkokehitys tukee rahoitusmarkkinoiden vakautta. Myös valuuttakurssiriskin poistuminen euroalueen sisäisistä operaatioista vaikuttaa samaan suuntaan. Laajenevat ja syvenevät yhteisen rahan markkinat mahdollistavat riskien hajauttamisen paljon aiempaa tehokkaammin, mikä edistää rahoitusjärjestelmän vakautta.

Rahoitusmarkkinoiden muutoksen käynnistäjät ovat olleet ensi sijassa informaatiotekniikan kehittyminen ja sääntelyn purkaminen (liberalisointi eli deregulaatio). Vapaat pääomanliikkeet ja palvelut maasta toiseen ovatkin EU:n integraatiopolitiikan keskeisiä pilareita. Ne yhdessä uuden tekniikan kanssa ovat johtaneet rahoitusmarkkinoiden kansainvälistymiseen kiihtyvällä tahdilla. Uusi informaatiotekniikka on vähentänyt transaktiokustannuksia maiden välisessä palvelujen kaupassa sekä mahdollistanut kansainvälisten verkostojen perustamisen. Rahoitusyritykset ovat perustaneet tytäryrityksiä tai sivukonttoreita toisiin maihin, fuusioita ja yritysostoja on tehty maiden välillä, ja keskinäisten saatavien ja velkojen määrät ovat kasvaneet huomattavasti. Näitä kehitystrendejä on selostettu tämän kirjan edellisissä luvuissa. Tekniikan kehitys ja deregulaatio ovat mahdollistaneet myös uusien rahoitustuotteiden jatkuvan kehittelyn. Niiden riskiominaisuudet eroavat olennaisesti aiemmista tavanomaisista tuotteista. Uusia tuotteita ovat esim. monenlaiset johdannaiset, arvopaperistamiset ja luottoriskien siirtokeinot.

Eräs uusi kehityksen piirre on markkinaehtoistuminen (disintermediation). Tämä tarkoittaa sitä, että yritykset hankkivat aiempaa enemmän rahoitusta suoraan pääomamarkkinoilta sen sijaan että ottaisivat luottoa pankeista. Tässä suhteessa Euroopan rahoitusmarkkinat ovat lähentyneet Yhdysvaltojen markkinoita, joilla kuitenkin suoran pääomamarkkinarahoituksen käyttö on edelleen paljon yleisempää kuin Euroopassa. Myös pankit ja vakuutusyritykset ovat entistä riippuvaisempia tulonhankinnassaan pääomamarkkinoiden toiminnasta.

Keskeinen muutostrendi Euroopan pankkimarkkinoilla on ollut konsolidoituminen, mikä on näkynyt fuusioina ja yritysostoina. Pankkien koon kasvu sekä suurten monikansallisten pankkikonsernien ja finanssiryhmittymien syntyminen merkitsevät systeemiriskin uhan

kasvua, koska suuret yritykset voivat kaatuessaan vetää muita mukanaan ja riskit voivat yleensäkin levitä muihin yrityksiin. Tällöin voi myös ns. moraalikadon (moral hazard) ongelma kasvaa, koska suuria konserneja voi olla hankala päästää konkurssiin (too big to fail -ilmiö). Rahoituslaitosten jatkuva konsolidoituminen muodostaa vähitellen ongelman myös kilpailuviranomaisille. Toistaiseksi keskittyminen ei kuitenkaan ole muodostunut EU-alueella ongelmaksi, koska kilpailua on tulossa ulkomailta sekä muilta sektoreilta, kuten vakuutusalalta. Rahoitusalan yritysten ja sektoreiden toiminnot ja tuotteet ovat myös samanlaistuneet, kun pankit, vakuutusyritykset ja sijoituspalveluyritykset tuottavat ja myyvät samanlaisia tuotteita, kuten sijoitus- ja säästämistuotteita.

Rahoitusmarkkinoiden muutostrendien yhteinen piirre on, että rahoitusyritysten ja markkinoiden keskinäiset riippuvuudet ovat kasvaneet huomattavasti sekä maiden että rahoitusmarkkinoiden eri sektoreiden välillä. Riskit voivat tällöin välittyä helpommin yritysten, sektoreiden ja maiden välillä.

Rahoitusjärjestelmän vakauskysymykset ovat viime vuosina tulleet tärkeäksi aiheeksi kansainvälisten ja eurooppalaisten instituutioiden ja yhteistyöelinten välillä käydyissä keskusteluissa. Ensinnäkin rahoitusjärjestelmän vakautta edistävä, lähinnä suurten maiden ja kansainvälisten instituutioiden, kuten Kansainvälisen valuuttarahaston (IMF), Maailmanpankin, Kansainvälisen järjestelypankin (BIS), taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestön (OECD), viranomaisista sekä muista sääntely- ja valvontaviranomaisista koostuva foorumi (Financial Stability Forum) on panostanut merkittävästi niiden tekijöiden analysointiin, joista saattaa aiheutua häiriöitä rahoitusjärjestelmälle maailmanlaajuisesti. Toiseksi Ecofin-neuvoston vuoden 2002 päätöksen jälkeen talous- ja rahoituskomitea aloitti systemaattisen keskustelukäytännön EU:n kannalta olennaisista rahoitusjärjestelmän vakautta koskevista kysymyksistä. Lisäksi EKP:n neuvosto alkoi säännöllisin väliajoin käydä keskusteluja rahoitusjärjestelmän vakaudesta euroalueella ja EU-maissa sen työn pohjalta, jota EKP on tehnyt yhdessä EKPJ:n yhteydessä toimivan pankkivalvontakomitean kanssa. Tällä työllä pyritään osaltaan edistämään kansainvälistä ja eurooppalaista keskustelua vakauskysymyksistä.

7.3 Integraatio ja sääntely

Sääntelyä toteutetaan EU:ssa direktiiveillä ja asetuksilla (regulation). Myös suosituksia (recommendation) ja tiedonantoja (communication) käytetään sääntelyssä. Usein ne edeltävät varsinaista lainsäädännön valmistelua.

EU:n tavoitteena on yhtenäistää rahoitusmarkkinoiden sääntelyä ja valvontaa sekä kehittää entistä joustavampaa EU-lainsäädäntöä. Lainsäädännöllä pyritään edistämään sisämarkkinoiden syntymistä rahoituspalveluille, minkä katsotaan tehostavan rahoitusmarkkinoiden toimintaa. Tämä puolestaan edistää talouden kasvua ja työllisyyttä. Lisäksi lainsäädännöllä edistetään vakauden turvaamista ja kuluttajan sekä sijoittajan suojaa. Myös kilpailunäkökohdat ovat keskeisiä tehokkuuden tavoittelussa. Liiallinen keskittyminen voisi vaarantaa tehokkaan kilpailun.

Kansainvälisen yhteistyön ja koordinoinnin merkitys on kasvanut koko ajan rahoitusmarkkinoiden sääntelyssä ja valvonnassa. Etenkin yhdenmukaisten sääntelykehikoiden ja valvonnan pelisääntöjen tarve on kasvanut. Kansainvälisesti yhtenäiseen viranomaistoimintaan kohdistuu kolmenlaisia haasteita. Ensinnäkin eri maiden ja rahoitussektorin eri lohkojen kesken syntyvien finanssiryhmittymien sääntely vaatii yhdenmukaisia pelisääntöjä. Toiseksi sijoittajille ja kuluttajille pyritään antamaan entistä paremmat mahdollisuudet hyödyntää koko EU:n kotimarkkina-alueen rahoituspalveluiden tarjontaa. Kolmanneksi yhdenmukainen sääntely ja valvonta ovat edellytys sille, että luottolaitokset, sijoituspalveluyritykset ja arvopapereiden liikkeeseenlaskijat voivat toimia koko EU:n alueella tehokkailla, kilpailullisesti tasapuolisilla ja turvallisilla markkinoilla. Yhdenmukaisella sääntelyllä pyritään myös minimoimaan ns. sääntelyarbitraasi (regulatory arbitrage) eli mahdollisuus, että yritykset siirtävät toimintaansa sellaiseen maahan, jossa sääntely ja valvonta ovat lievemmät kuin muualla. Yhdenmukainen sääntely edistää markkinoiden integroitumista ja auttaa luomaan tasavertaiset toimintaedellytykset kaikille osapuolille siitä riippumatta, missä EU-maassa ne sijaitsevat.

Ensimmäiset rahoitusmarkkinoita koskevat direktiivit annettiin jo 1970-luvun loppupuolella (tärkeimmät direktiivit ja asetukset on lueteltu kirjan lopun liitteessä 1). Merkittävimpiä 1990-luvun pankkidirektiivejä olivat konsolidoitua valvontaa ja vakavaraisuutta koskevat uudet direktiivit. Uusia direktiivejä olivat myös suuria riskikeskittymiä, rahanpesun estämistä ja talletussuojaa koskevat direktiivit. Lisäksi sijoituspalveluyritykset saatettiin EU:n sääntelyn piiriin: niihin ulottui samankaltainen vakavaraisuuden vähimmäissääntely kuin luotto-

laitoksiin. 1990-luvulla hyväksyttiin myös investointipalveluja koskeva yleinen sääntelydirektiivi (ns. ISD-direktiivi) sekä sijoittajasuojaa koskeva direktiivi. Sääntely laajeni tämän lisäksi rahoitusmarkkinoiden infrastruktuuriin. Vuonna 1997 hyväksyttiin maiden välisiä tilisiirtoja (credit transfers) ja vuonna 1998 selvityksen lopullisuutta maksujärjestelmissä ja arvopaperien selvitysjärjestelmissä (settlement finality) koskevat direktiivit (jakso 6.2.1).

Uuden vuosituhannen alussa hyväksyttiin kaksi ns. kodifiointidirektiiviä. Niihin oli kerätty useita pankki- ja arvopaperimarkkinoita koskevia direktiivejä, joita samalla yhdenmukaistettiin ja yksinkertaistettiin. Vuonna 2001 hyväksyttiin luottolaitosten uudelleenjärjestelyjä ja alasajoa koskeva tärkeä direktiivi (ns. winding-up -direktiivi). Vastaavanlainen direktiivi hyväksyttiin samanaikaisesti vakuutussektorilla. Myös maksujärjestelmäalueen kehitys jatkui: vuonna 2000 hyväksyttiin sähköisen rahan liikkeeseenlaskijoita koskeva direktiivi ja seuraavana vuonna annettiin maiden välisiä euromääräisiä maksuja säätelevä asetus. Vuonna 2002 hyväksyttiin ns. finanssiryhmittymiä sääntelevä direktiivi, ja vuonna 2003 tulivat voimaan arvopaperimarkkinoiden kannalta keskeiset markkinoiden väärinkäyttöä (market abuse) ja listaamisen yhteydessä julkistettavaa esitettä koskevat direktiivit.

Myös muita aloja kuin rahoitussektoria koskeva rahoitusinstrumenttien arvostussääntöjen direktiivimuutos tuli voimaan syksyllä 2001 (ns. fair value -direktiivi). Muutoksen tarkoituksena on mahdollistaa kansainvälisten tilipäätösstandardien (IAS 39) soveltaminen EU:ssa. Vuonna 2002 hyväksyttiin asetus, jolla määrättiin EU:ssa listatut yhtiöt, mukaan lukien rahoitus- ja vakuutussektori, laatimaan konsernitilinpäätös IAS-normiston mukaisesti 1.1.2005 alkavista tilikausista lähtien. Lokakuussa 2001 hyväksyttiin Euroopan unionin neuvoston asetus eurooppayhtiön (Societas Europaea, SE) säännöistä. Asetus tulee voimaan lokakuussa 2004. Asetuksella luodaan uusi eurooppalainen ylikansallinen yhtiömuoto, joka muistuttaa paljolti kansallisia osakeyhtiöitä. Eurooppayhtiöksi muuttuminen helpottaa maiden rajat ylittäviä rakennejärjestelyjä.

7.3.1 Rahoituspalvelujen toimintasuunnitelma (FSAP) ja Lamfalussy-prosessi sääntelyn tehostamiseksi

Nykyiset periaatteet Euroopan rahoitusjärjestelmän integraation lisäämiseksi perustuvat rahoituspalvelujen toimintasuunnitelmaan (Financial Services Action Plan, FSAP) vuodelta 1999 ja vuonna 2001 julkaistun ns. viisaiden miesten komitean eli Lamfalussy-komitean

raportin mukaiseen sääntelyprosessiin. Näitä periaatteita arvioidaan ensimmäisen kerran arvovaltaisella tasolla vuonna 2004. Toimintasuunnitelma on yhteisen rahan käyttöönoton lisäksi toistaiseksi merkittävin toimenpide, jolla EU pyrkii pienentämään maiden välisen rahoituspalvelujen kaupan kustannuksia sekä euroalueella että koko EU:ssa. Myös FSAP-jatkosuunnitelman (post-FSAP) valmistelu on jo aloitettu, ja uuden toimintasuunnitelman odotetaan valmistuvan vuonna 2005.

Rahoituspalvelujen toimintasuunnitelman tärkein strateginen tavoite on edistää integraatiota rahoitussektorilla ja tehostaa näin EU:n rahoitusmarkkinoiden toimintaa. Keskeistä on saattaa loppuun tukkumarkkinoiden yhtenäismarkkinat sekä luoda avoimet ja turvalliset vähittäismarkkinat. Toimintasuunnitelma tähtää myös EU:n sääntely- ja valvontarakenteen vahvistamiseen, jotta vakaus olisi turvattu suurtenkin rakennemuutosten yhteydessä. (Liitteessä 2 tämän kirjan lopussa on esitetty koko FSAP-suunnitelma.)

FSAP-suunnitelma sisälsi alun perin 42 toimenpide-ehdotusta, joista jo lähes 40 on toteutettu. Toimenpiteistä valtaosa on lainsäädäntöhankkeita eli joko direktiivejä tai asetuksia. Suunnitelmaa on täydennetty eräillä muillakin toimenpiteillä, jotka tulivat ajankohtaiseksi, koska suunnitelman toteutus vei useita vuosia. Tavoite oli alun perin saada hankkeet valmiiksi kokonaisuudessaan vuoteen 2005 mennessä ja arvopaperimarkkinoita koskevien toimenpiteiden osalta jo vuonna 2003. Suunnitelma valmistui pääosin aikataulussa, mutta sen kansallisen tason täytäntöönpano on selvästi kesken ja vie vielä useita vuosia. FSAP-suunnitelman tai sen liitännäisten keskeneräisiä toimenpiteitä olivat keväällä 2004 seuraavat: luottolaitosten ja sijoituspalveluyritysten vähimmäisvakavaraisuuden säännöt (liite 3/7), yhtiölainsäädännön ja yritysten hallintasääntöjen toimintasuunnitelman seuranta ja toteuttaminen, 14:s yhtiöoikeudellinen direktiivi, 8:nnen yhtiödirektiivin modernisointi (statutory audit), kansainvälisten tilinpäätösstandardien (IAS 32/39) hyväksyminen, arvopapereiden selvitystä ja toimitusta koskevan tiedonannon lausuntokierros ja mahdollinen lainsäädäntöaloite, kolmas ns. rahapesudirektiivi, jälleenvakuutusta koskeva valvontadirektiivi, maksualan uusi oikeudellinen kehys, vakuutusyritysten vähimmäisvakavaraisuuden sääntelyn uusiminen (ns. solvenssi II) ja säästökorkojen verotuksen uusiminen.

EU-alueen sääntelyn valmistelusta vastaa Euroopan komissio, jonka apuna on ollut komitealaitos (keskeiset vanhat komiteat on esitelty taulukossa 1 ja uudet komiteat taulukossa 3). Lainsäädäntö on hyväksytty Amsterdamin sopimuksen mukaisesti uusitulla Euroopan parlamentin ja neuvoston yhteispäätösmenettelyllä, joka antoi parlamentille aiempaa suuremman roolin prosessioon. Äskettäin työnsä päättänyt

parlamentti joutuikin suuren urakan eteen FSAP-suunnitelman läpiviemisessä. Parlamentilla oli myös rooli Lamfalussy-prosessin hyväksymisessä kokonaisuudessaan.

Taulukko 1. **Komissiota avustavat keskeiset komiteat ennen uusia ns. Lamfalussy-komiteoita**

Komitea	Lyhenne
Pankkialan neuvoa-antava komitea (Banking Advisory Committee)	BAC
Vakuutuskomitea (Insurance Committee)	IC
Arvopaperivalvojien korkean tason komitea (High Level Securities Supervisors Committee)	HLSSC
ETA-maiden arvopaperimarkkinavalvojien yhteistyöfoorumi (Forum of European Securities Commissions)	FESCO
ETA-maiden pankkivalvojien yhteistyöelin (toimii lähinnä BAC:n kautta) (Groupe de Contact)	GdC
Rahoituspalveluiden työryhmä (Financial Services Policy Group)	FSPG
Euroopan vakuutusvalvontaviranomaisten yhteistyöelin (Conference of Insurance Supervisory Authorities)	CISA
Sijoitusrahastojen yhteyskomitea (UCITS Contact Committee)	UCITS

Varsinkin Euroopan komission alaisella pankkialan neuvoa-antavalla komitealla ja vakuutuskomitealla oli ns. komitologiamenettelyssä muodollisesti tärkeä tehtävä. Niiden kautta komissio pystyi, joskin varsin rajallisesti, muuttamaan direktiivien teknisiä yksityiskohtia. Komissiolla oli näin ollen toimivaltaa hyväksyä lainsäädännöllisiä täytäntöönpanotoimia. Kun nämä komiteat toimivat ns. komitologiakomiteoina, oli niissä puheenjohtajana komission edustaja. Komitologiakomitea hyväksyy direktiiveissä olevien valtuutusten perusteella direktiivien yksityiskohtia ja teknistä täytäntöönpanoa koskevat säännökset. FSAP-suunnitelman hyväksymisen yhteydessä perustettiin Ecofin-neuvoston aloitteesta rahoitusmarkkinoiden sääntelystä vastaavien ministeriöiden edustajista koostuva rahoituspalvelujen ryhmä (Financial Services Policy Group, FSPG). Sen tehtävänä oli avustaa komissiota rahoitusmarkkinoiden sääntelyn kehittämisen painopisteiden määrittelyssä. Ryhmä toimi linkkinä poliittisen päätöksenteon ja direktiivien teknistä valmistelua suorittavien pankkialan neuvoa-antavan komitean, vakuutuskomitean sekä arvopaperivalvojien korkean tason komitean välillä.

Monilta osin EU:n rahoituslainsäädäntöä on sopeutettu vuosien varrella rahoitusmarkkinoiden muutostrendeihin (lähemmin jaksossa 7.2). Kansainvälisten komiteoiden sekä eräiden organisaatioiden kehittämillä kansainvälisillä eri sektoreita koskevilla standardeilla on ollut suuri merkitys EU-maiden sääntelyn, valvonnan ja yleisvalvonnan kehittämisessä (taulukko 2). BISin yhteydessä toimivan Baselin pankkivalvontakomitean keskeisenä tehtävänä on toimia säännöllisenä yhteistyöfoorumina G10-maiden pankkivalvontaa koskevissa asioissa, mutta komitean työ on viime vuosina painottunut entistä enemmän sääntelyn kehittämiseen. Myös BISin yhteydessä toimivan kansainvälisen rahoitusjärjestelmän komitean tehtävänä on tukea keskuspankkeja vakaustehtävien täyttämisessä; muun muassa komitean kautta tehtävä rahoitusmarkkinoiden vakaustilannetta koskeva analyysi on tällaista tukea. Myös kansainvälisesti merkittävien finanssikeskusten vakaustilanteesta vastuussa olevista sääntely- ja valvontaviranomaisista sekä keskuspankkien komiteoiden edustajista koostuva rahoitusvakauskysymyksiä käsittelevä foorumi toimii niin ikään BIS:n yhteydessä. Foorumi kokoontuu kahdesti vuodessa analysoimaan rahoitusjärjestelmän mahdollisia haavoittuvuuskohtia. Arvopaperimarkkinavalvojien (IOSCO) ja vakuutusvalvojien (IAIS) järjestöt ovat niin ikään luoneet alansa kansainväliset standardit. Kansainvälinen rahanpesun ja terrorismin rahoituksen vastainen työryhmä (FATF) on puolestaan vastannut rahanpesun ja terrorismin rahoituksen estämistä käsittelevien standardien laatimisesta. (Keskeiset rahoitusjärjestelmää koskevat standardit on lueteltu tämän luvun liitteessä 1/7.) Komissiolla on tarkkailijan asema useissa näistä komiteoista.

Taulukko 2. **Tärkeimmät sääntely- ja valvonta-asioita käsittelevät kansainväliset komiteat ja ryhmät**

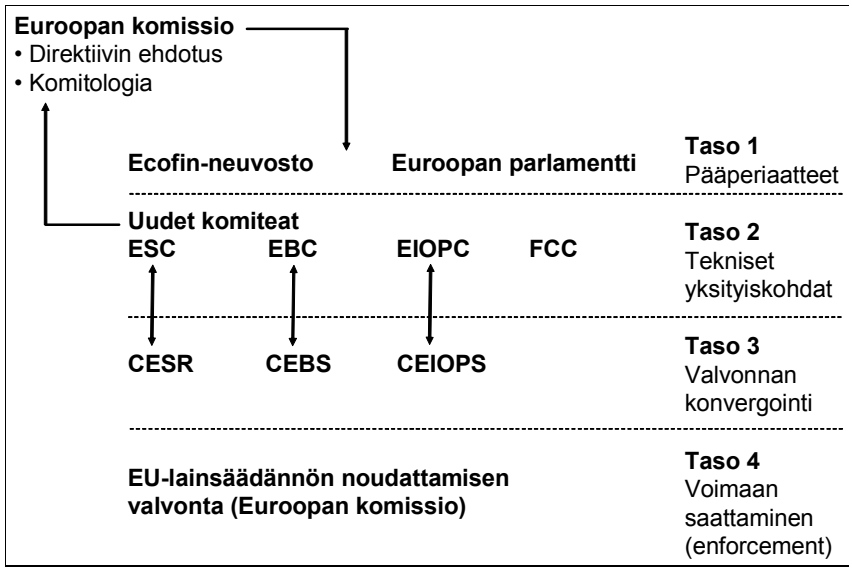
Komitea	Lyhenne
Baselin pankkivalvontakomitea (Basel Committee on Banking Supervision)	BCBS
Kansainvälinen arvopaperimarkkinavalvojien järjestö (International Organisation of Securities Commissions)	IOSCO
Kansainvälinen vakuutusvalvojien järjestö (International Association of Insurance Supervisors)	IAIS
Kansainvälisen järjestelypankin (BIS) yhteydessä toimiva maksu- ja selvitysjärjestelmäkomitea (Committee on Payment and Settlement Systems)	CPSS
Kansainvälisen järjestelypankin (BIS) yhteydessä toimiva kansainvälisen rahoitusjärjestelmän komitea (Committee on the Global Financial System, CGFS)	CGFS
Kansainvälisen järjestelypankin rahoitusjärjestelmän vakautta edistävä foorumi (Financial Stability Forum)	FSF
Kansainvälinen rahanpesun ja terrorismin rahoituksen vastainen työryhmä (Financial Action Task Force on Money Laundering)	FATF
BCBS:n, IOSCOn sekä IAIS:n yhteisfoorumi finanssiryhmittymien sääntelyn ja valvonnan kehittämiseen	Joint Forum

Joint Forumin työ on ollut tärkeää finanssikonglomeraattien sääntelyn kehittämisessä myös EU-tasolla. Eri maiden rahoitusjärjestelmien vakautta arvioivassa Kansainvälisen valuuttarahaston ohjelmassa (Financial Sector Assessment Program) on liitännäisenä ns. ROSC-raportti (Report on Observance of Standards and Codes), jossa arvioidaan, miten eri maat ovat noudattaneet kansainvälisiä standardeja ja koodeja (liite 1/7).

EU:n talous- ja valtiovarainministerien neuvosto Ecofin pyysi syksyllä 1999 talous- ja rahoituskomiteaa (Economic and Financial Committee, EFC) selvittämään, riittävätkö EU:n rahoitustoimialan sääntelyn ja valvonnan olemassa olevat järjestelyt turvaamaan rahoitusjärjestelmän vakautta. Brouwerin kaksi työryhmää selvittivät asiaa vuosina 2000 ja 2001 (lähemmin jaksossa 7.2). Työryhmät käsittelivät rahoitusjärjestelmän vakautta ja kriisienhallintaa edistäviä toimenpiteitä. Lopputulos oli, että merkittäviä institutionaalisia muutoksia ei tarvita sääntelyyn eikä valvontaan, mutta varsinkin valvojien ja valvojien komiteoiden käytännön yhteistyö vaatii tehostamista. (Brouwerin työryhmien suositukset esitetään liitteessä 4/7).

Toinen Ecofin-neuvoston asettama työryhmä eli ns. viisaiden miesten komitea (Lamfalussy-työryhmä) selvitti arvopaperimarkkinoiden sääntelyn ja valvonnan tilaa ja kehitystarpeita. Ryhmä antoi helmikuussa 2001 raportin, joka sisälsi ehdotuksia arvopaperimarkkinoita koskevan EU:n lainsäädännön kehittämiseksi. Raportissa korostettiin tarvetta nopeuttaa EU:n lainsäädäntöprosessia kuitenkin niin, että EU:n eri toimielinten eli Euroopan parlamentin, Euroopan komission ja EU:n neuvoston välisestä päätöksenteon tasapainosta huolehditaan. Ryhmän neliportaiseen malliin pohjautuva ehdotus käy ilmi kehikosta 1. Siihen on lisätty myöhemmin perustetut pankki- ja vakuutussektorin uudet komiteat (taulukko 3).

Kehikko 1. **Mikä on ns. Lamfalussy-prosessi?**



Kehikossa on käytetty lähteenä Euroopan komission ehdotusta Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivien 73/239/ETY, 85/611/ETY, 91/675/ETY, 93/6/ETY ja 94/19/EY sekä Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivien 2000/12/EY, 2002/83/EY ja 2002/87/EY muuttamiseksi. (ks. myös Kurek 2004)

Lamfalussy-prosessi on nelitasoinen. EU:n ensisijaisessa lainsäädännössä eli direktiiveissä ja asetuksissa keskitytään vain keskeisimpiin säännöksiin (ensimmäinen taso). Yksityiskohtaiset tekniset täytäntöönpanosäännöt annetaan alemmanaseteisessa menettelyssä eli komitologiamenettelyssä (toinen taso). Sääntely- ja valvontakomiteat avustavat komissiota täytäntöönpanotoimia koskevissa ehdotuksissa.

Lamfalussy-prosessin kolmannella tasolla valvojien tulee syventää yhteistyötään ja laatia yhteisiä ohjeita, tulkintasuosituksia sekä standardeja valvontamenetelmien yhtenäistämiseksi. Neljäs taso koskee EU-lainsäädännön noudattamisen valvontaa, joka on erityisesti Euroopan komission velvollisuus.[2]

Euroopan komissio perusti Lamfalussyn ehdotusten pohjalta vuonna 2001 kaksi komiteaa: arvopaperikomitean ja jo edellä mainitun arvopaperimarkkinavalvojien komitean. Arvopaperikomitea on EU-lainsäädännön mukainen komitologiakomitea, joka hyväksyy direktiiveissä olevien valtuutusten perusteella direktiivien yksityiskohtia ja teknistä täytäntöönpanoa koskevat säännökset. Arvopaperikomiteaa ja Euroopan komissiota avustavan Euroopan arvopaperimarkkinavalvojien komitean tehtävänä on, Lamfalussy-mallin määräämien tehtävien ohella, laatia ja hyväksyä omia suosituksia, joiden yhdenmukaista noudattamista jäsenvaltioissa pidetään tärkeänä. Euroopan arvopaperimarkkinavalvojien komitea on perustanut oman arviointiryhmän, jonka tehtävänä on arvioida sääntelyn täytäntöönpanon ja yhdenmukaisuuden astetta jäsenvaltioissa. Arviointiryhmän puheenjohtajana toimii Rahoitustarkastuksen johtaja Kaarlo Jännäri. Ryhmä aloitti työnsä arvioimalla komitean hyväksymien vaihtoehtoisia kaupankäyntijärjestelmiä (Alternative Trading System, ATS) ja sijoituspalvelun tarjoamiseen sovellettavia menettelytapoja koskevien suositusten noudattamista. Ryhmä sopi yhdenmukaisista arviointiperiaatteista. Kunkin jäsenen omaan arvioon perustuvat tulokset julkaistiin komitean kotisivulla alkuvuodesta 2004.

Ensimmäiset komitologiamenettelyn mukaiset täytäntöönpanotoimenpiteet hyväksyttiin uudessa komitearakenteessa syksyllä 2003. Komissio antoi ehdotuksensa ns. markkinoiden väärinkäyttödirektiivistä ja esitedirektiivistä vasta kuultuaan teknisissä kysymyksissä Euroopan arvopaperimarkkinavalvojien komiteaa. Komissio saattoi hyväksyä direktiivit Euroopan arvopaperikomitean hyväksyttyä ehdotukset ja parlamentin päätettyä kannattaa niitä.

Talous- ja rahoituskomitea laati Ecofin-neuvoston pyynnöstä vuonna 2002 raportin ”EU arrangements for financial regulation, supervision and stability”, jossa ehdotettiin Lamfalussy-prosessin laajentamista myös pankki- ja vakuutussektoriin. Lisäksi raportissa oli ehdotuksia rahoitussääntelyn ja -valvonnan tehostamiseksi EU:ssa. Tavoitteena oli kaiken kaikkiaan tehostaa ja nopeuttaa EU:n lainsäädäntömenettelyä rahoitusmarkkinakysymyksissä, vahvistaa EU:n rahoitusmarkkinoiden viranomaisjärjestelyjä ja edistää valvonnan ja

[2] Rahoitustarkastuksen toimintakertomus, 2003.

sääntelyn yhtenäisyyttä EU-alueella. Raportissa ehdotettiin useiden uusien komiteoiden perustamista. Ecofin-neuvosto hyväksyi loppuvuodesta 2002 pääosin talous- ja rahoituskomitean ehdotukset.

Euroopan komissio antoikin marraskuussa 2003 ehdotuksen toimenpiteiksi, joilla Lamfalussy-malli laajennettaisiin kattamaan koko rahoitussektori. (Tämän perusteella syntyneet uudet komiteat on lueteltu taulukossa 3.) Euroopan parlamentin kanssa jouduttiin kuitenkin käymään vuosina 2003 ja osin vuoden 2004 puolella perusteelliset keskustelut uusien komiteoiden perustamisesta. Aiemmin parlamentti ei nähnyt kiirettä laajentaa Lamfalussy-mallia pankki- ja vakuutussektoriin. Ongelmana oli menettely, jolla komissiolle myönnettäisiin toimivaltaa hyväksyä täytäntöönpanotoimia (toinen taso). Parlamentti piti ratkaisevan tärkeänä sitä, että annettaessa komissiolle toimivalta hyväksyä ”Lamfalussy-menettelyn” yhteyteen kuuluvia rahoitusalan täytäntöönpanotoimia on samalla uudistettava Euroopan unionin lainsäädäntöjärjestelmä. Parlamentti vaati perustamissopimuksen artiklan 202 muuttamista siten, että Euroopan parlamentille myönnetään oikeus vaatia uudelleenkäsittelyä (call-back) toisen tason lainsäädännön yhteydessä. Parlamentti tavallaan pelkäsi, että laajenevan komitologiamenettelyn yhteydessä aitoa lainsäädäntövaltaa siirtyisi komissiolle ja komiteoille. Parlamentin, neuvoston ja komission kesken saavutetun ratkaisun mukaan parlamentti tulee pitää ajan tasalla toisen tason toimenpiteiden valmistelussa. Lisäksi, jos parlamentti katsoo, että toisen tason toimenpiteet ylittävät direktiivin määrittelemät rajat, se voi ottaa nämä toimenpiteet tarkasteltavakseen. Parlamentilla on yksi kuukausi aikaa esittää kantansa, ja jos se arvioi, että rajat on ylitetty, komission on harkittava uudelleen ehdotustaan ottaen vakavasti (ut-most) huomioon parlamentin kannan.

Taulukko 3. **Komissiota avustavan komitealaitoksen uudet komiteat**

Vanha komitea	Uusi komitea
Rahoituspalvelujen työryhmä (Financial Services Policy Group, FSPG)	Rahoituspalvelujen komitea (Financial Services Committee, FSC) avustaa pääosin EFC-komiteaa ja Ecofin-neuvostoa
Arvopaperivalvojien korkean tason komitea (High Level Securities Supervisors Committee)	Euroopan arvopaperikomitea (European Securities Committee, ESC)
ETA-alueen arvopaperimarkkina-valvojien yhteistyöfoorumi (Forum of European Securities Commissions, FESCO)	Euroopan arvopaperimarkkinavalvojien komitea (Committee of European Securities Regulators, CESR)
Sijoitusrahastojen yhteyskomitea (UCITS Contact Committee)	Tehtävät siirretty ESC:lle ja CESR:lle.
Pankkialan neuvoa-antava komitea (Banking Advisory Committee, BAC)	Euroopan pankkikomitea (European Banking Committee, EBC)
BAC sekä GdC hoitivat osin valvon-nan yhteistyö- ja koordinointi-tehtäviä.	Euroopan pankkivalvontaviran-omaisten komitea (Committee of European Banking Supervisors, CEBS)
Vakuutuskomitea (Insurance Committee, IC)	Vakuutus- ja työeläkekomitea (European Insurance and Occupational Pensions Committee, EIOPC)
Euroopan vakuutusvalvontaviran-omaisten yhteistyöelin (Conference of Insurance Supervisory Authorities, CISA)	Euroopan vakuutus- ja työeläke-valvontaviranomaisten komitea (Committee of European Insurance and Occupational Pension Supervisors, CEIOPS)
Rahoitusalan ryhmittymiä tutkiva tekninen työryhmä Mixed Technical Group (MTG)	Finanssiryhmittymien sääntelykomitea (Financial Conglomerates Committee, FCC)

Uusi pankkialan sääntelystä vastaava komitea aloittaa toimintansa vuonna 2004, ja pankkialan uusi valvontakomitea aloitti jo alkuvuodesta 2004. Pankkivalvontaviranomaisten komitean työhön osallistuvat EU-maiden pankkivalvojien johtajat tai heidän varahenkilönsä (voting members). Ns. äänettömiä jäseniä (non-voting members) ovat keskuspankit, joilla ei ole pankkivalvontaa, kuten Suomen Pankki. Tarkkailijoina ovat ETA-maiden pankkivalvojien ja keskuspankkien edustajat, kuten myös EKP sekä EKPJ:n yhteydessä toimivan pankkivalvontakomitean puheenjohtaja. Jo pitkään toimineesta ETA-maiden

pankkivalvojien yhteistyöelimestä (Groupe de Contact, GdC) tulee pankkivalvontaviranomaisten komitean pysyvä työryhmä. Se on perustanut myös tilinpäätös- ja tilintarkastusasioita sekä pankkien ja sijoituspalveluyritysten vakavaraisuuden sääntelyn (Basel II, liite 3) uusimista käsittelevät työryhmät. Finanssiryhmittymien sääntelyä varten perustettiin uusi komitea jo loppuvuodesta 2003, mutta finanssiryhmittymien valvontaa varten ei nähty tarpeelliseksi perustaa ainakaan vielä omaa komiteaa. Kolme muuta valvontakomiteaa (CESR, CEBS ja CEIOPS) hoitavat yhteistyössä tätä aluetta. Näiden kolmen komitean puheenjohtajat ovatkin jo alkaneet kokoontua säännöllisesti pohtiakseen yhteisiä finanssiryhmittymien valvonta-asioita.

EKP osallistuu tarkkailijana sääntely- ja valvontakomiteoiden toimintaan vakuutussektoria lukuun ottamatta. Siten EKP pystyy osaltaan vaikuttamaan EU:n rahoitusalan sääntelyyn ja valvontaan institutionaalisten tehtäviensä mukaisesti (jakso 7.5).

Pankki- ja vakuutuspuolen uusien komiteoiden tehtävät ovat varsin samanlaiset kuin aiemmin selostettujen arvopaperimarkkinoiden komiteoiden. Sääntelykomiteat avustavat komissiota direktiivien valmistelussa ja ovat osana komitologiamenettelyssä. Valvontakomiteat neuvovat komissiota ns. teknisissä täytäntöönpanotoimissa (toinen taso). Ne harjoittavat laajaa konsultointia ja kuulemista markkinaosapuolten kanssa ehdotustensa valmistelussa. Lisäksi ne edistävät valvojien yhteistyötä ja valvonnan menetelmien yhdenmukaistamista.

Pankki- ja vakuutusvalvojien uusien komiteoiden keskeisin tehtävä on tällä hetkellä uuden vakavaraisuussääntelyn valmistelu. Pankkien osalta kyseessä on Basel II:sta ja vakuutuspuolella vakuutusyritysten vähimmäisvakavaraisuuden sääntelyn uusimisesta (ns. solvenssi II). Valvonnan menetelmien yhdenmukaistamiseen kohdistuu suuri paine sekä komission taholta että markkinoilla toimijoiden puolelta.

Uusi rahoituspalvelujen komitea (FSC) aloitti työnsä vuoden 2004 alussa. Sen mandaatti on samanlainen, mutta jonkin verran laajempi kuin edeltäjällään. Rahoituspalvelujen komitea valvoo ja seuraa integraation etenemistä ja myös sääntely- ja valvontakomiteoiden toimivuutta. Rahoituspalvelujen komitea toimii Ecofin-neuvoston suuntaan pääosin talous- ja rahoituskomitean kautta ja on keskeinen elin sen vakauskeskustelujen valmistelussa.

7.3.2 EU:n sääntelyn haasteet ja näkymät

Euroopan unionin sääntelyn rakenteita ja prosesseja on viimeksi kuluneiden vuosien aikana uudistettu merkittävästi. Uudistuksen vaikutuksia ei vielä voida arvioida kuin arvopaperimarkkinoiden osalta. Arvo-

paperimarkkinoiden uusi komitearakenne on ollut toiminnassa noin kolme vuotta. Tulokset vaikuttavat tältä osin rohkaisevilta, mutta Lamfalussy-prosessin kankeus ja sen vaatima suuri työmäärä ovat ongelmia. Vastaavanlaista kehitystä on odotettavissa myös pankki- ja vakuutuspuolella.

Rahoituspalvelujen toimintasuunnitelman hankkeet näyttäisivät valmistuvan aikataulun mukaisesti vuonna 2005, vaikka Euroopan parlamentin vaihdos kesäkuussa 2004 aiheuttaakin katkon työssä. Vaikka FSAP-ohjelman lainsäädäntö ja muu regulaatio saataisiinkin hyväksyttyä kaikkinensa syksyllä 2004, edessä on silti vielä suuri ja ratkaisevan tärkeä urakka. Monien toimenpiteiden osalta kansallinen toimeenpano saadaan valmiiksi vasta useiden vuosien kuluessa. Toimeenpanossa on myös aiemmin ollut ongelmia. Uusien valvojien komiteoiden tehtävänä on varmistaa tehokas ja yhdenmukainen laajan lainsäädäntöpaketin toteutus. Vasta vuosien kuluttua nähdään, missä määrin FSAP-toimintasuunnitelma on edistänyt rahoitusmarkkinoiden integraatiota ja sisämarkkinoiden luomista sekä auttanut integraation esteiden poistamisessa.

Vaikka FSAP-suunnitelma on vielä eräiltä keskeisiltä osin kesken, Euroopan komissio on jo käynnistänyt uuden FSAP-jatkosuunnitelman laadinnan EU:n rahoitusmarkkinoiden edelleen kehittämiseksi ja tehostamiseksi (post-FSAP). Sitä varten Euroopan komissio tilasi neljältä asiantuntijaryhmältä arvion integraation tähänastisesta etenemisestä ja jäljellä olevista esteistä sekä ehdotuksen toimenpiteistä rahoitusmarkkinoiden integraation edelleen syventämiseksi. Asiantuntijaryhmät koostuivat lähinnä markkinaosapuolten edustajista. Ryhmien aihepiirit olivat pankkisektori, vakuutussektori, arvopaperimarkkinat ja omaisuudenhoito. Ryhmien raportit julkistettiin toukokuussa 2004. Samalla komissio julkisti oman arvionsa integraation etenemisestä eri rahoitusmarkkinoiden lohkoilla.[3] Vastaavanlaisen ns. indikaattorimenetelmään perustuvan arvion komissio aikoo vastedes tehdä vuosittain. Lisäksi vasta aloittanut rahoituspalvelujen komitea laatii kesäkuun Ecofin-neuvostolle arvion integraation etenemisestä ja tarvittavista uusista toimenpiteistä.

Euroopan komission toukokuussa 2004 julkistama informaatiopaketti on nyt lausunnolla ja kommentoitavana syyskuuhun 2004 saakka.[4] Saadun palautteen pohjalta komissio jatkaa syksyllä 2004 uuden FSAP-toimintasuunnitelman valmistelua. Aihetta käsittelevät useissa kokouksissa vuoden 2004 aikana myös talous- ja rahoituskomitea sekä

[3] Euroopan komissio 2004a.
[4] Euroopan komissio 2004b.

Ecofin. Kaikkien osapuolten eli viranomaisten, kuten ministeriöiden, valvojien ja keskuspankkien, alan yritysten ja etujärjestöjen, kuluttajajärjestöjen ja kansalaisten toivotaan osallistuvan FSAP-jatkosuunnitelmaa koskevaan keskusteluun. Konsultointi on nyt laajempaa kuin varsinaisen FSAP-suunnitelman valmistelussa. Euroopan komissio on myös todennut, että uuteen laajaan lainsäädäntöpakettiin ei tähdätä, koska nykyisenkin lainsäädännön kansallinen toimeenpano on vielä pahasti kesken. Lisäksi näyttää siltä, että nykyinen lainsäädäntöpaketti on osoittautunut mahdollisesti liian suureksi, jotta sen tehokas ja yhdenmukainen soveltaminen käytäntöön sujuisi ilman ongelmia.

7.4 Integraatio ja valvonta

Monet sääntelyn uudistamista koskevat EU:n hankkeet koskevat joko suoraan tai ainakin välillisesti myös EU:n valvonnan kysymyksiä. Ylipäänsä rahoitusmarkkinoiden sääntely ja valvonta ovat huomattavassa määrin toisistaan riippuvia. Suuria EU:n rahoitusmarkkinoiden sääntelyä ja valvontaa koskevia uudistus- ja arviointihankkeita ovat olleet seuraavat:

1. vuoden 1999 rahoituspalvelujen toimintasuunnitelma (FSAP)
2. Brouwerin työryhmien arvioinnit ja suositukset vuosina 2000 ja 2001
3. Lamfalussy-työryhmän raportti vuonna 2001
4. talous- ja rahoituskomitean raportti vuonna 2002.

Uusia suuria hankkeita ei tällä hetkellä ole näköpiirissä.

Mainittu laaja FSAP-suunnitelma ei puuttunut miltään osin rahoitusintegraation ja valvonnan alkuperäisiin keskeisiin periaatteisiin. Näitä periaatteita ovat yhden toimiluvan periaate (single lisence), kotivaltion valvonnan periaate (home country rule of supervision) ja keskinäisen tunnustamisen periaate (mutual recognition).

Rahoitusmarkkinoiden valvonta ja kriisienhallinta ovat edelleen täysin kansallisten viranomaisten vastuulla. Peruskysymys onkin, pystyykö täysin hajautettu valvontajärjestelmä turvaamaan rahoitusjärjestelmän vakauden, kun integraatio syvenee ja rakennemuutokset jatkuvat. Toinen kysymys on, muodostuuko hajautetusta valvonnasta vähitellen este integraation etenemiselle. Hajautettu valvonta, jossa valvojilla on varsin erilaiset menettelytavat, lisää huomattavasti valvonnan kustannuksia. Jotkut arvioijat ovat sitä mieltä, että tilanne on jo tällai-

nen ja että valvonnan menettelyjen yhdentyminen on liian hidasta markkinoiden tarpeisiin nähden.[5]

Rahoituspalvelujen uusi komitea sai tehtäväkseen tutkia ensinnäkin, kuinka maiden välisten pankkikonsernien ja finanssiryhmittymien valvonnan tulisi toimia siitä riippumatta, onko yrityksen rakenne ulkomailla tytäryritys- tai sivukonttoripohjainen, ja toiseksi, miten maiden välinen kriisienhallinta toimii. Myös kansainvälisten komiteoiden työ heijastuu EU-tason valvontaviranomaisten työskentelyyn.

Komiteoiden lisäksi osatekijänä EU-maiden valvojien yhteistyössä ovat keskinäiset yhteistoimintasopimukset (Memorandum of Understanding, MoU). Valvojien kesken on laadittu paljon, lähinnä kahdenvälisiä valvonnan käytännön yhteistyötä sekä osittain kriisienhallintaa[6] käsitteleviä yhteistoimintasopimuksia. Nämä eivät ole juridisesti sitovia, eikä niitä ole lainkaan yhdenmukaistettu EU:n toimesta. ETA-maat kuuluvat yleensä sopimusten piiriin, mutta sopimuksia on laadittu myös ETA-alueen ulkopuolisten valvojien kanssa. Ns. toinen pankkikoordinaatiodirektiivi (second banking co-ordination directive) edellyttää valvojien välistä yhteistyötä. Valvojien komiteoiden ja yhteistoimintasopimusten katsotaankin vastaavan tätä tarvetta.

Vähitellen on kasvanut tarve laatia ns. monenkeskisiä (multilateral) yhteistoimintasopimuksia. EU-alueella on allekirjoitettu kaksi monenkeskistä yhteistoimintasopimusta keskuspankkien ja pankkivalvojien kesken (jakso 7.5). Toisaalta monenkeskisiä sopimuksia on solmittu useiden maiden valvojien välillä. Ne liittyvät pankkikonserneihin tai finanssiryhmittymiin, jotka ovat merkittävässä asemassa useassa maassa. Tällaiset sopimukset ovat laajempia ja syvällisempiä kuin tavalliset bilateraaliset sopimukset. Laajempia ja pidemmälle meneviä valvontasopimuksia on laadittu mm. Pohjoismaiden valvojien kesken. Nämä sopimukset koskevat Nordea- ja Sampo-ryhmittymien valvontaa. Belgian ja Ranskan pankkivalvojien kesken on tehty Dexiaan ja Hollannin ja Belgian pankki- sekä vakuutusvalvojien kesken Fortisiin liittyvät sopimukset. Eräät komiteat, kuten Euroopan arvopaperimarkkinavalvojien komitea, ovat tämän lisäksi päivittäneet jäsentensä välisen yhteistoimintasopimuksen.

Kansainvälisen valuuttarahaston ja Maailmanpankin rahoitusjärjestelmän arviointiohjelmassa (FSAP) arvioidaan noin viiden vuoden välein yksittäisen valtion koko rahoitusjärjestelmän sekä valvonnan ja sääntelyn toimivuutta, vakautta ja luotettavuutta sekä sitä, miten maat täyttävät kansainväliset standardit (jaksot 7.2, 7.3 ja 7.5 sekä liite 1/7).

---

[5] Heikensten 2004, Padoa-Schioppa 2004.
[6] EFC 2000, 2001.

Arviointi päivitetään IMF:n ns. artiklan IV konsultaatioiden yhteydessä. Valvonnan kysymyksiä koskeva yhteistyö ja koordinointi EU:n ja toisaalta Sveitsin sekä Yhdysvaltain viranomaisten kesken on saanut keskeisen merkityksen, koska kansainvälisten rahoituskonsernien merkitys näillä alueilla on kasvanut.

7.4.1 Valvonnan järjestelyt EU-maissa

Rahoitusmarkkinoiden valvonnan institutionaaliset järjestelyt vaihtelevat suuresti EU-maissa. Viime vuosina valvonnan rakenteissa on tapahtunut paljon erisuuntaisia muutoksia. Muutoksilla on tavoiteltu valvonnan tehokkuuden ja vaikuttavuuden lisäämistä. Valtiovalta ja siten yleensä rahoitusmarkkina-asioista vastaava ministeriö on viime kädessä vastuussa valvonnan organisoinnista kussakin maassa. Keskeisimmät kysymykset viime vuosien valvonnan rakennemuutoksissa ovat olleet eri sektoreiden valvonnasta vastaavien viranomaisten valvontatoimintojen yhdistäminen ja varsinkin pankkivalvonnan suhde keskuspankkiin. EKP:llä ei ole suoraan pankki- eikä muitakaan mikrovalvonnallisia tehtäviä (jakso 7.5). (Taulukossa 4 on esitetty valvonnan rakenne EU-maissa.)

Vaikka valvonnan organisaatiot eroavat suuresti toisistaan EU-maissa, voidaan muutoksissa havaita eräitä yhteisiä kehityspiirteitä.[7] Ensinnäkin valvontaa on useissa maissa konsolidoitu, jolloin valvojien lukumäärä on pienentynyt. Yksi yhteinen valvoja on nykyisin 11 EU-maassa, kun taas muissa maissa on useita valvojia (2–6). Toiseksi rakenteiden muutosten seurauksena voidaan nähdä kolmenlaisia valvonnan malleja. Valvonta voidaan eriyttää sektoreiden (pankit, vakuutus ja arvopaperimarkkinat) mukaan, kuten kymmenessä maassa ja osin Suomessa sekä Luxemburgissa on tehty. Kaikkien sektorien viranomaisvalvonta voidaan toisaalta yhdistää yhteen organisaatioon; tämä malli on 11 maassa. Hollannissa valvonta on puolestaan organisoitu valvonnan tavoitteiden mukaan. Tällöin keskuspankki varmistaa vakaustavoitteen toteutumisen keskitetysti vaalimalla instituutioiden vakavaraisuutta (prudential supervision). Keskuspankista erillinen viranomainen puolestaan varmistaa markkinoiden toimivuuden ja luotettavuuden menettelytapojen sekä markkinoiden menettelysääntöjen (code of conduct rules) perusteella. Vastaavaa mallia on ehdotettu myös Italiaan.

[7] EKP (2003f).

Taulukko 4. **Rahoitusvalvonnan rakenne EU-maissa**

Maa	Valvovien viranomaisten lukumäärä	Keskuspankilla rooli pankkivalvonnassa[1)]	Keskuspankin rooli valvonnassa			
			Keskuspankki pankkivalvoja (P), arvopaperivalvoja (A) tai vakuutusvalvoja (V)	Keskuspankilla rooli pankkivalvonnan johdossa	Keskuspankilla pankkivalvonnan erityisiä tehtäviä	Keskuspankilla ja pankkivalvojalla yhteisiä resursseja
Belgia	1	kyllä	ei	kyllä	ei	kyllä
Espanja	3	kyllä	kyllä/P			
Hollanti[2)]	2	kyllä	kyllä/A,P,V			
Irlanti	1	kyllä	ei	ei	ei	kyllä
Iso-Britannia	1	kyllä	ei	kyllä	ei	ei
Italia[3)]	3	kyllä	kyllä/P			
Itävalta	1	kyllä	ei	kyllä	kyllä	ei
Kreikka	3	kyllä	kyllä/P			
Kypros	4	kyllä	kyllä/P			
Latvia	1	kyllä	ei	kyllä	ei	kyllä
Liettua	3	kyllä	kyllä/P			
Luxemburg	2	ei	ei	ei	ei	ei
Malta	1	ei	ei	ei	ei	ei
Portugali	3	kyllä	kyllä/P			
Puola	3	kyllä	ei	kyllä	ei	kyllä
Ranska	6	kyllä	ei	kyllä	ei	kyllä
Ruotsi	1	kyllä	ei	kyllä	ei	ei
Saksa	1	kyllä	ei	ei	kyllä	kyllä
Slovakia	2	kyllä	kyllä/P			
Slovenia	3	kyllä	kyllä/P			
Suomi	2	kyllä	ei	kyllä	ei	kyllä
Tanska	1	ei	ei	ei	ei	ei
Tšekki	4	kyllä	kyllä/P			
Unkari	1	kyllä	ei	ei	ei	kyllä
Viro	1	kyllä	ei	kyllä	ei	kyllä

[1)] Keskuspankilla on rooli pankkivalvonnassa, jos se on itse pankkivalvoja tai jos sillä on tehtäviä tai vastuita pankkivalvonnan johdossa tai yleisvalvonnassa (management/oversight) tai jos se suorittaa valvonnallisia tehtäviä tai jakaa resursseja valvojan kanssa (EKP, 2003f). EKP:n esittämään taulukkoon on tehty aivan viimeaikaisia muutoksia valvonnassa.
[2)] Hollannissa keskuspankilla on vuoden 2004 organisaatiomuutoksen jälkeen vastuu kaikkien sektoreiden vakavaraisuuden valvonnasta (alaviite 2), ja erikseen on arvopaperimarkkinoiden markkinavalvoja.
[3)] Italiassa on tekeillä valvonnan rakennemuutos, jossa keskuspankille tulisi kaikkien sektoreiden vakavaraisuusvalvonta (prudential supervision) ja erikseen olisi arvopaperimarkkinoiden markkinavalvoja. Uusi ehdotettu organisaatiomalli olisi pääosin samanlainen kuin Hollannissa.

Keskuspankeilla on 20 maassa edelleen merkittävä rooli pankkivalvonnassa, vaikka tämä rooli vaihteleekin suuresti. Pankkivalvonta on 10 maassa kokonaan keskuspankin vastuulla, ja 10 muussa maassa keskuspankilla on enemmän tai vähemmän tehtäviä tai muu rooli pankkivalvonnassa.

Eräissä maissa on perustettu eri viranomaisten välinen virallinen yhteistyökomitea rahoitusjärjestelmän vakauden vaalimiseksi. Tällainen komitea toimii ainakin Belgiassa, Englannissa, Irlannissa, Itäval-

lassa, Ranskassa, Saksassa ja Virossa. Suomessa vastaava elin (ns. swot-työryhmä) on toiminut vuodesta 1999 lukien epäviralliselta pohjalta. Siihen osallistuvat valtiovarainministeriön, sosiaali- ja terveysministeriön, Suomen Pankin, Rahoitustarkastuksen ja Vakuutusvalvontaviraston edustajat.

Rahoitusmarkkinoilla toimivat yritykset ja muut toimijat, kuten kuluttajat, ovat tulleet aiempaa kiinnostuneimmiksi sääntelyn ja valvonnan kysymyksistä. Tämä onkin johtanut useissa maissa konsultoinnin lisääntymiseen viranomaisten ja muiden tahojen kesken. On perustettu säännöllisesti toimivia neuvoa-antavia ryhmiä tai komiteoita.

Pankki- ja vakuutusryhmien valvonta Suomessa ja Nordeaa koskeva Pohjoismainen valvonta (liite 5/7) on yksi esimerkki valvontajärjestelyistä.

7.4.2 Valvonnan ajankohtaisia kysymyksiä ja haasteita

Valvonnan järjestelyistä ja toimivuudesta käydään kaiken aikaa keskustelua EU-alueella. Järjestelmä kokonaisuudessaan ei ole helposti hahmotettava, ja sen hajanaisuus herättää kritiikkiä myös EU:n ulkopuolella. Paitsi viranomaiset ja rahoitusalalla toimijat myös muut tahot ovat alkaneet tarkkailla valvonnan toimivuutta EU-maissa.

Jo vuosia sitten laadituista Brouwerin raportin suosituksista tuli ehkä yllättävänkin pitkäikäisiä seurannan kohteita. Molempien raporttien suosituksia (liite 4/7) seuraavat edelleen jopa Ecofin-neuvosto ja EU:n talous- ja rahoituskomitea. Brouwerin ensimmäisen raportin[8] mukaan EU:n valvonta ei kaipaa institutionaalisia muutoksia, mutta järjestelmän käytännön toimintaa on tehostettava.

Monet Brouwerin raporttien suosituksista on toteutettu käytännössä varsin hyvin, mutta eräiltä osin toteutus on kesken. Yhteistoimintasopimukset eivät vieläkään sisällä kriisienhallintaa kattavasti, ja suurten monikansallisten rahoituslaitosten informaation seurantaa valvojien kesken ei ole organisoitu kunnolla.[9] Myös stressitestien laadinnassa on vielä paljon kehitettävää, mikä tuleekin tehtäväksi Basel II:n toisen pilarin myötä. Koordinoiva valvoja on tullut määriteltyä finanssiryhmittyviä koskevan uuden direktiivin myötä, mutta käsite kaipaa edelleen täsmennystä.

---

[8] EFC 2000.
[9] Padoa-Schioppa 2004.

Valvonnan uusiin komiteoihin (jakso 7.3.1, taulukko 3) kohdistuu suuria odotuksia ja suuri työpaine. Ns. bottom-up-menetelmällä tulisi yhdenmukaistaa valvojien menettelyjä ja malleja 25 maan kesken. Tämä on vaativa ja aikaa vievä urakka, eikä se ole edennyt riittävän nopeasti.[10] Nyt tarvittaisiin mahdollisesti keskitettyä päätöksentekoa, jotta prosessi etenisi nopeammin ja tehokkaammin.[11] Yhdenmukaistus on kohdistunut tähän saakka lähinnä valvonnan eri alueiden ns. korkean tason periaatteisiin (high level principles), mutta käytännössä valvontatoimet eroavat edelleen suuresti toisistaan.[12] Lamfalussy-raportissa vuodelta 2001 todetaan, että yhden keskitetyn sääntely- ja valvontaviranomaisen (regulatory authority) perustamista voidaan joutua harkitsemaan muutaman vuoden kuluttua, mikäli raportin suositusten toimeenpanoon ei pystytä kunnolla.[13]

Vakavaraisuuden sääntelyn uusiminen ja varsinkin uuteen vakavaraisuuskehikkoon sisältyvän pilari II:n antama mahdollisuus valvojien omaan harkintavaltaan korostaa kansallisten valvontojen menettelyiden lähentymisen tarvetta. (Uuden vakavaraisuuskehikon osatekijät on esitetty kokonaisuudessaan liitteessä 3/7). Myös raportoinnin erot ovat nykyisellään aivan liian suuret eri maissa.

Uusina valvonnan kehittämisen kysymyksinä ovat nousseet esille eräät EU:n sääntelyn peruspilarit. Koti- ja isäntävaltion vastuunjako valvonnassa on koetuksella rahoitusmarkkinoiden rakenteen nopeiden ja suurten muutosten vuoksi. Isäntävaltion rooli likviditeetin valvonnassa on kuihtumassa, koska suuret laitokset keskittävät likviditeetin hallintansa maiden kesken. Suurissa konserneissa tytäryritys voi olla hallitsevassa asemassa keskeisten toimintojen osalta, jolloin isäntävaltion valvonnasta voi tulla keskeisin osa koko konsernin valvontaa. On myös tulossa rakennejärjestelyjä, joissa sivukonttorit voivat olla systeemisesti merkittäviä isäntävaltiossa, mutta tällöin kotivaltion valvontaperiaatteen mukaan isäntävaltion valvonnan rooli on vähäinen. Kaiken kaikkiaan on jo tiedostettu, että koti- ja isäntävaltion valvonnan vastuut on aihetta ottaa uudelleen arvioinnin kohteeksi. Tällä hetkellä valvonnan vastuista keskustellaan EU:ssa useiden käsitteiden pohjalta. Niitä ovat koti- ja isäntävaltion valvonta, koordinoiva valvoja, johtava (lead) valvoja sekä konsolidoitu valvonta.

Euroalueella sääntelyn ja valvonnan tehokkaiden rakenteiden merkitystä korostaa lisäksi se, että rahapolitiikan ja vakauden valvonnan maantieteelliset vastuualueet eivät ole yhteneväiset. Jos rahoitusmark-

---

[10] Padoa-Schioppa 2004.
[11] Aglietta – Scialom 2003.
[12] Heikensten 2004.
[13] Mogg 2003.

kinoilla sattuu jokin merkittävä häiriö, esimerkiksi likviditeetin saatavuudessa, voi eurojärjestelmä käyttää rahapolitiikkaa hyväksi, mikäli tämä on tarpeen vakauden tai maksujärjestelmän toiminnan turvaamiseksi. Toisaalta kansalliset viranomaiset ovat täysin vastuussa yksittäisiä laitoksia koskevissa ongelmissa. Vakauden ja vakavaraisuuden valvonta on pääosin kansallisella tasolla.

Rahoitusyritysten ja komission taholta tulee paineita vahvistaa yhden valvojan roolia, jotta erityisesti Basel II:n valvonta toteutuisi yhdenmukaisesti maiden välillä. Ongelma tulee siitä, että Basel II:ssa on varsin paljon kansallisia optioita ja harkintaa. Valvontojen kansalliset sovellutuserot voisivat haitata olennaisesti Basel II:n tehokasta täytäntöönpanoa. Myös kriisienhallinnassa on valvojien välillä merkittävää yhdenmukaistamisen tarvetta. Lähivuosina nähdään, onko eri maiden ja erilaisten valvojien varsin suurten valvontaerojen yhdenmukaistaminen mahdollista juuri luodun uuden komitearakenteen avulla. Mikäli tähän ei päästä kohtuullisen nopeasti, kasvaa tarve tarkistaa EU-alueen valvonnan rakenteita.

7.5 Integraatio ja keskuspankkien rooli vakauden edistämisessä

Keskuspankeilla on maailmanlaajuisesti yleinen vakaudenedistämistehtävä riippumatta siitä, onko valvontavastuu keskuspankilla vai jollain sen ulkopuolisella viranomaisella. Vakaudenedistämistehtävistä johdettujen tavoitteiden toteuttamiseksi keskuspankit suorittavat jatkuvaa maksu- ja selvitysjärjestelmien yleisvalvontaa sekä analysoivat koko rahoitusjärjestelmän toimintaa, vakautta ja kehitystä makrovakauden kannalta.

7.5.1 Keskuspankkien vakaus- ja valvontatehtävä

Keskuspankkien valvontatehtävä kohdistuu yleisesti ottaen rahoitusjärjestelmän vakauden seurantaan kokonaisuutena (overall financial stability). Tarkoituksena on siten erityisesti systeemiriskin ja tehokkuuden näkökulmasta tarkastella niitä tekijöitä, joista voi aiheutua vakausuhkia. Systeemikriisi voi realisoitua, jos usean markkinatoimijan maksukyky vaarantuu yksittäisen osapuolen maksukyvyttömyyden vuoksi. Rahoitusvakaus viittaa koko rahoitusjärjestelmän kykyyn toimia erityistilanteissa, joten on luonnollista, että keskuspankkien va-

kausanalyysi painottuu varsin voimakkaasti pankkeihin ja maksu- ja selvitysjärjestelmiin.

Käytännössä keskeisimmät tehtävät ovat jaettavissa kahteen kokonaisuuteen, joista ensimmäinen on rahoitusmarkkinoiden makrovakauden valvonta (macro-prudential perspective) ja toinen yleisvalvonta (oversight). EKP:n ja EKPJ:n tehtävien lakiperustaa on käsitelty laajalti esimerkiksi Suomen Rahoitusmarkkinat 2002 -julkaisussa.[14] Yleisvalvonnalla pyritään turvaamaan maksu- ja selvitysjärjestelmien vakaa, luotettava ja tehokas toiminta, ja se on suoraan yhteydessä keskuspankkien muihin avaintoimintoihin, kuten vakaustehtävään. Lisäksi keskuspankit ylläpitävät ja kehittävät keskeisiä järjestelmiä sekä osallistuvat sääntelyn ja valvonnan kehittämiseen. Sääntelyyn keskuspankit osallistuvat erityisesti lainvalmistelutyöskentelyn välityksellä sekä antamalla lausuntoja. Keskuspankeilla on niin ikään merkittävä rooli kriisienhallinnassa sekä ns. hätärahoituksessa (emergency liquidity assistance, ELA).[15]

Myös rahoitusalaa käsittelevä tutkimus on keskuspankeissa yleensä laaja-alaista. Reaktiona rahoitusalan nopeaan rakennemuutokseen ja integraatioon tutkimus on myös kasvava keskuspankkien tehtäväalue. Analyysin tuloksista viestitään julkaisuin, puhein ja kannanotoin useilla kansallisilla sekä kansainvälisillä foorumeilla. Rahoitusjärjestelmän vakaustilanteesta on julkaistu sekä artikkeleita[16] että erillisjulkaisuja[17]. EKP:n neuvosto käy nykyisin keskustelun rahoitusjärjestelmän vakaudesta säännöllisin väliajoin. Keskuspankkien kuuluu noudattaa tilivelvollisuusperiaatetta sekä siihen läheisesti liittyvää avoimuusvelvoitetta (ensimmäinen kansainvälinen standardi, liite 1). Näiden periaatteiden mukaisesti keskuspankkien toiminnan on oltava avointa. Tiedon julkistamisen lisäksi on tärkeää, että rahoitusmarkkinoiden kehitystä sekä rakenteita koskeva tieto jäsennetään yleisön ymmärtämään muotoon.

EU:n ja euroalueen rahoitusjärjestelmän vakauteen liittyvä instituutiorakenne perustuu sekä kansalliseen toimivaltaan että kansainväliseen yhteistyöhön. EKP:llä on toimivaltaa niissä 12 maassa, jotka ovat ottaneet käyttöön yhteisen rahan ja kuuluvat siten euroalueeseen. Kaikki laajentuneen EU:n 25 keskuspankkia kuuluvat kuitenkin Euroopan keskuspankkijärjestelmään (EKPJ), jolla on hyvin keskeinen

[14] Koskenkylä 2002, jakso 5.1.

[15] Hätärahoitusta (ELA) kutsutaan myös nimellä lender of last resort (LLR). Keskuspankit voivat myöntää tällaista luottoa likviditeettiongelmista kärsiville mutta vakavaraisille pankeille nomaaleja rahapolitiikan luottoja enemmän.

[16] Esimerkiksi EKP 2002b ja 2003c.

[17] EKP 2003a ja 2003e.

rooli vakauden edistämisessä Euroopan alueella. Vakautta koskeviin tavoitteisiin pyritään erilaisten kansallisten rakenteiden ja käytäntöjen pohjalta.[18]

EKP:tä on kuultava[19] asioissa, joilla on vaikutusta sen toimivaltaan kuuluviin aloihin, kuten valuuttakysymykset, maksuvälineet, kansalliset keskuspankit, tilastokysymykset ja maksu- ja selvitysjärjestelmät sekä rahoituslaitoksiin sovellettavat säännökset siltä osin kuin ne vaikuttavat merkittävästi rahoituslaitosten ja markkinoiden vakauteen. EKP:tä onkin kuultu useissa kysymyksissä, sillä EKPJ on sitoutunut edistämään vakauden ohella myös tehokkuutta sekä Euroopan rahoitusmarkkinoiden ja markkinainfrastruktuurin yhdentymistä.

Keskuspankit toimivat useissa vakauteen liittyvissä kysymyksissä jatkuvasti yhteistyössä muiden kansallisten viranomaisten ja etenkin pankkivalvojien kanssa. Kriisitilanteessa vuorovaikutus on hyvin aktiivista. Viranomaisyhteistyön myötä pyritään edistämään myös muun muassa kansallisten viranomaisten sitoutumista sellaisen lainsäädäntöja sääntelyjärjestelmän toteuttamiseen, jolla pyritään saavuttamaan sekä yhteismarkkinoiden vapaus että rahoitusjärjestelmän vakaus. Kriisienhallinta on integraatiosta huolimatta edelleen täysin kansallisten viranomaisten vastuulla. Näin ollen on keskeistä, että kriisienhallintaa suunnitellaan yhteistyössä muiden kansallisten viranomaisten kanssa. Eräissä maissa, kuten Belgiassa, Saksassa ja Englannissa, on perustettu eri viranomaisten välisiä virallisia komiteoita, joissa keskustellaan koko rahoitusjärjestelmän häiriöiden sietokykyä ja vakautta sivuavista kysymyksistä. Tärkeitä teemoja ovat myös mahdollisten sokkien jälkiseuraamusten hoito ja muun muassa viranomaisten välisten sopimusjärjestelyjen riittävyys.[20] Suomessa viranomaiset tekevät analyysia koko Suomen rahoitusjärjestelmän vahvuuksista ja heikkouksista ja arvioivat järjestelmän haavoittuvuutta stressitesteillä säännönmukaisesti kokoontuvassa niin kutsutussa swot-työryhmässä. Tässä työryhmässä on myös sovittu mahdollisen rahoitusjärjestelmän kriisitilanteen hoitoa koskevista periaatteista (myös jaksossa 7.4 edellä).

---

[18] Tämä toteutetaan EKPJ:n ja EKP:n perussäännössä Euroopan yhteisön perustamissopimuksen ja muun eurooppaoikeuden perusteella määräytyvän yhdenmukaistetun säännöstön puitteissa.

[19] Tämä perustuu Ey:n perustamissopimuksen artiklan 105 kohtaan 4.

[20] Tarkemmin esimerkiksi Bank of England 2003 ja 1997.

7.5.2 Vakaus- ja valvontayhteistyö EU-maissa ja kansainvälisesti

EKPJ-yhteistyöhön EU-alueen keskuspankit osallistuvat pääasiassa kahden komitean ja niiden työryhmien kautta. Analyysivälineet sekä tilastojenkeruuperiaatteet määräytyvät pitkälti EKPJ:n tarpeiden perusteella.

EKPJ:n yhteydessä toimii pankkivalvontakomitea (Banking Supervision Committee, BSC), johon osallistuvat kaikki EU-maiden keskuspankit ja pankkivalvontaviranomaiset. Tämä komitea on keskeisin eurojärjestelmää ja EKPJ:tä edellä mainittujen tehtävien suorittamisessa avustava elin. Se vastaakin nykyisin suuresta osasta euro- ja EU-alueen makrovakausanalyysia, mutta voi myös toimia EU-maiden pankkivalvontaviranomaisten välisenä konsultointifoorumina eurojärjestelmän valvontatehtävien ulkopuolisissa asioissa. Komitea on laatinut vakaudenvalvontakehikon EU-alueen pankkijärjestelmien ongelmien ja riskialttiuden analyysia varten.

EKPJ:n maksu- ja selvitysjärjestelmäkomitea (Payment and Settlement Systems Committee, PSSC) koordinoi euroalueen yleisvalvontaa sekä valmistelee yleisvalvontapolitiikan linjauksia. Komitea on hyväksynyt perusperiaatteet maksujärjestelmien arvioinnin tueksi sekä arvopaperien selvitys- ja toimitusjärjestelmien standardit. Pääosa EU:ssa omaksutuista yleisvalvontatyömuodoista perustuu globaaleihin periaatteisiin. Liiketoiminnan lisääntyminen maasta toiseen ja kilpailuasetelmien sekä toimijoiden riskiprofiilien muutos edellyttäisivät kuitenkin myös eri keskuspankkien arviointiperusteiden nykyistä suurempaa yhteneväisyyttä. Standardeja muokataan tämän vuoksi entistä yksityiskohtaisemmiksi. Esimerkkinä tästä on EKPJ:n ja Euroopan arvopaperimarkkinavalvojien komitean yhteistyö arvopaperikauppojen selvitystoiminnalta vaadittavien standardien luomiseksi. Työn perustana ovat BISin yhteydessä toimivan maksu- ja selvitysjärjestelmäkomitean sekä kansainvälisen arvopaperimarkkinavalvojien järjestön globaalit suositukset, joiden tarkoituksena on pienentää systeemiriskiä ja varmistaa selvitystoiminnan luotettavuus.

Yhteistyöryhmien lisäksi keskeinen viranomaisten välinen koordinointimekanismi ovat monenkeskiset yhteistoimintasopimukset (Memorandum of Understanding, MoU), joita ovat valmistelleet sekä maksu- ja selvitysjärjestelmäkomitea että pankkivalvontakomitea (lisää jaksossa 7.4). Vuonna 2001 allekirjoitettiin yleisvalvojien ja pankkivalvojien välinen suurten maksujen valvontayhteistyötä kriisitilan-

teissa koskeva sopimus, MoU[21]; joka päivitettiin kesällä 2004. EU-alueen keskuspankkien ja valvojien välinen kriisienhallintaa koskeva MoU-sopimus allekirjoitettiin vuonna 2003.[22] Näiden lisäksi on tehty kriisiharjoitus, jolla pyrittiin arvioimaan valmiutta toimia erikoistilanteessa.

EKPJ:n perussäännössä määrätään, miten eurojärjestelmän tulee olla edustettuna kansainvälisesti.[23] Kansainvälisten suhteiden hoidosta sekä eurojärjestelmän, EKJP:n ja EKP:n kannan valmistelusta vastaa kansainvälisten suhteiden komitea (International Relations Committee, IRC). Kansainvälisten viranomaisyhteistyöelinten ja siten muun muassa Yhdysvaltain markkinoita valvovien viranomaisten rahoitusjärjestelmän vakautta koskevan keskustelun painopisteet sekä niiden muutokset näkyvät selvästi EKPJ-työskentelyssä.

Pohjoismaisten viranomaisten keskinäinen vakautta ja kriisienhallintaa käsittelevä alueellinen yhteistyö on ollut aktiivista pohjoismaisten pankkiryhmien, finanssiryhmittymien sekä pörssi- ja selvitystoiminnan pitkälle edenneen integraation ansiosta. Pohjoismaiset keskuspankit allekirjoittivat kesällä 2003 keskinäisen yhteistoimintasopimuksen, joka koskee maiden välistä toimintaa harjoittavan pankin rahoituskriisin hallintaa.[24] Myös pohjoismaisten valvojien välillä on vastaavia pitkälle vietyjä valvontasopimuksia sekä niiden pohjalta syntyneitä valvontaryhmiä.

Vakausasioita sekä kriisienhallintaa koskevassa G10- ja globaalin tason yhteistyössä keskuspankeilla on tärkeä asema. EKP toimii aktiivisessa vuorovaikutussuhteessa ja osallistuu komitea- ja työryhmätyöskentelyyn erityisesti Euroopan komissiossa, pankki- ja arvopaperimarkkinavalvojien komiteoissa ja järjestöissä (CESR ja IOSCO, jakso 7.4), Kansainvälisessä valuuttarahastossa IMF:ssä, Kansainvälisessä järjestelypankissa (BIS), rahoitusjärjestelmän vakautta edistävässä foorumissa ja lukuisten muiden tahojen kanssa. BISin yhteydessä toimivia keskuspankkien komiteoita ovat maksu- ja selvitysjärjestelmäkomitea sekä kansainvälisen rahoitusjärjestelmän komitea (taulukko 2).

Valuuttarahaston ja Maailmanpankin työhön keskuspankit osallistuvat etenkin näiden instituutioiden yhteisen, vuonna 1999 käynnistetyn rahoitussektorin tilan arviointiohjelman eli FSAP-ohjelman (Financial Sector Assessment Program) kautta (jakso 7.3.1). Arvioinnit tehdään vaihtuvin ja riippumattomin kansainvälisin kokoonpanoin,

[21] EKP 2001b.
[22] EKP 2003b.
[23] Esim. EKP 2001a.
[24] Esim. Suomen Pankki 2003.

joissa myös keskuspankit ovat mukana (lisää jaksossa 7.4). Huomionarvoista on myös, että Euroopan komission tarkkailijajäsen osallistuu EKPJ:n komiteoiden ja työryhmien kokousten vakautta, sääntelyä ja valvontaa koskeviin asiakohtiin ja että EKP:llä on oikeus osallistua tarkkailijajäsenenä komission työryhmätyöskentelyyn vastaavien kysymysten osalta. Lisäksi EKP:llä on aiempaa runsaammin yhteistoimintaa markkinatoimijoiden kanssa, ja ns. katalystin rooli on korostunut. Näin pyritään tuomaan EKP:n näkemyksiä mukaan asiakohtiin, joissa sitä vakauden ja tehokkuuden näkökulmasta arvioidaan tarvittavan.

7.5.3 Edessä olevat haasteet

Viime vuosina monet, myös Pohjoismaissa toimivat pankit sekä muun muassa arvopaperikeskukset ovat sijoittautuneet kotimaansa ulkopuolelle. Kansainvälistymisellä ja suurten maksujen ja arvopaperien käsittelykeskusten rakentamisella on vaikutusta yhtäältä kilpailuolosuhteisiin ja toisaalta pankkien keskinäisiin sekä pankkien ja muiden rahoituslaitosten välisiin riippuvuussuhteisiin. Markkinatoimijoiden välisiä päivänsisäisiä avoimia positioita on säännönmukaisesti erittäin paljon.

Kansainvälistyminen asettaa haasteita viranomaisille. On varmistuttava siitä, että muutosten myötä riskienhallintamenetelmät ovat riittävän hyvät ja että kansallisen rahoitusjärjestelmän kestävyys (robustisuus) ei kokonaisuutena ole uhattuna missään tilanteessa. Tämä edellyttää ensisijaisesti EU-alueen keskuspankeilta yhteistä rahoitusjärjestelmän potentiaalisten ongelmakohtien arviointia sekä vakausanalyysia. Myös keskuspankkien alueellinen sekä globaali yhteistyö ja koordinointi korostuvat entistä enemmän.

Tärkeiksi nousevatkin haasteet, jotka liittyvät pankki- ja arvopaperimarkkinavalvojien sekä keskuspankkien sääntely- ja valvontajärjestelyjen koordinointiin ja lähentymiseen (konvergointi) Euroopan tasolla. Jo Pohjoismaiden markkinoilla eri keskuspankeilla on useista syistä erilainen näkökulma niin makrovakausanalyysiin kuin infrastruktuurin yleisvalvontaankin. Viranomaisten yhteistyö on saatettava sellaiseksi, että rahoituskriisin sattuessa kriisienhallintatoimet voidaan hoitaa esteettömästi ja tehokkaasti.

7.6 Yhteenveto ja näkymiä

Rahoitusmarkkinoiden integraatio on edennyt viime vuosina nopeasti, mutta varsin eri tahtia eri sektoreilla. Integraatio, tekniikan kehitys ja euron käyttöönotto ovat jouduttaneet rakennemuutosta rahoitusalalla. Yritysten koko on kasvanut, maiden välinen rahoituspalvelujen kauppa on laajentunut, ja on syntynyt suuria monikansallisia rahoitus- ja vakuutusryhmittymiä.

Tätä taustaa vasten rahoitusmarkkinoiden sääntelyn ja valvonnan kysymykset ovat saaneet entistä suuremman painoarvon EU:n politiikassa. Painoarvoa on lisännyt se, että rahoitusmarkkinoiden integraation syveneminen ja laajeneminen ovat keskeisessä asemassa EU:n omaksumassa ns. Lissabonin strategiassa. Euroopan komissio on arvioinut rahoitusmarkkinoiden tehostamisen kasvu- ja työllisyysvaikutukset varsin merkittäviksi.

Rahoitusmarkkinoiden sääntely alkoi direktiivien kautta 1970-luvun lopulla pankkisektorin osalta. Vähitellen sääntely on ulottunut kaikille rahoitusmarkkinoiden lohkoille direktiiveinä tai asetuksina. Euron käyttöönotto, yhteisen rahapolitiikan aloittaminen euroalueella sekä jatkuvat rakennemuutokset ovat pakottaneet EU:n uudistamaan ja tehostamaan sääntelyään. Kuluttajansuojan tehostaminen, rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen estäminen sekä – yritysten koon kasvun myötä – kilpailuasiat ovat korostuneet.

Entistä useammin on kysytty, onko EU:n sääntely- ja valvontarakenne riittävä turvaamaan rahoitusmarkkinoiden vakauden ja luotettavuuden, kun integraatio etenee ja rakennemuutokset jatkuvat. Toiseksi on nostettu esille kysymys, ovatko kansallisten valvontakäytäntöjen suuret erot jarruna integraation edistymiselle. Kolmanneksi on kysytty, ovatko lainsäädännön hidas valmistelu ja sen puutteellinen toteutuminen esteenä integraation laajenemiselle.

Euroopan komissio on etsinyt vastausta näihin kysymyksiin sekä ryhtynyt toimiin ongelmien ja puutteiden korjaamiseksi. Euroopan parlamentti ja EU:n neuvosto ovat tukeneet komissiota tässä työssä varsin aktiivisesti.

Vuonna 1999 aloitettu rahoituspalveluiden toimintasuunnitelma on mittava paketti lainsäädännön kehittämishankkeita. Toimintasuunnitelman toteuttaminen on nyt loppusuoralla. Sen tavoitteena on kehittää EU:n yhteistä rahoitusmarkkinoiden sääntelyä integraation ja tehokkuuden tukemiseksi sekä vakauden ja luotettavuuden säilymiseksi rahoitusmarkkinoita kohtaan. Uuden, mutta aiempaa suppeamman (ns. post-FSAP) toimintasuunnitelman valmistelukin on jo aloitettu. Tällä hetkellä nähdään tärkeäksi alkuperäisen toimintasuunnitelman lain-

säädännön huolellinen ja yhdenmukainen toimeenpano kansallisella tasolla.

Pari vuotta sitten arvopaperimarkkinoilla käynnistyneellä Lamfalussy-prosessilla pyritään tehostamaan ja nopeuttamaan lainsäädännön valmistelua. Samalla luotu uusi rahoitusmarkkinoiden komitealaitos on tässä työssä ratkaisevassa asemassa. Markkinaosapuolten konsultoinnilla on myös keskeinen rooli lainsäädännön laadun parantamisessa.

Valvonnan organisaatiot ovat eri EU-maissa varsin erilaiset, ja erot ovat säilyneet, vaikka organisaatioita onkin uudistettu viime vuosina tiuhaan tahtiin. Noin puolessa EU-maista keskuspankilla on merkittävä rooli pankkivalvonnassa. Riippumatta valvontaroolista kaikille keskuspankeille on EU-maissa yhteistä se, että ne vastaavat maksu- ja selvitysjärjestelmien yleisvalvonnasta ja ns. yleisestä vakaudesta. Tähän sisältyy yleisvalvonnan lisäksi vakauden uhkien analysointi ja ennakointi sekä kriisienhallinnan kehittäminen. Euroopan keskuspankilla ja koko keskuspankkijärjestelmällä on vastaavanlainen rooli. Keskuspankkien ja valvojien yhteistyötarve on kasvanut integraation ja rakennemuutosten myötä, ja sitä onkin edistetty kriisienhallintaa koskevalla komiteatyöllä ja yhteistoimintasopimuksilla.

Rahapolitiikan ja valvonnan maantieteelliset kohdealueet ovat täysin erilaiset. Rahapolitiikka on täysin yhtenäistä koko euroalueen näkökulmasta, mutta valvonta ja kriisienhallinta on täysin kunkin maan vastuulla. Monet pitävät tällaista järjestelyä ongelmallisena. Integraation eteneminen ja jatkuvat rakennemuutokset ovatkin lisänneet valvonnan ongelmakohtia. Näitä on pyritty ratkaisemaan tehostamalla eri maiden valvontaviranomaisten yhteistyötä. Lamfalussy-prosessin myötä on perustettu uudet valvojien komiteat. Niiden tehtävänä on avustaa direktiivien ja teknisten täytäntöönpano-ohjeiden valmistelussa sekä kehittää valvojien yhteistyötä, kriisienhallintaa ja ennen kaikkea valvonnan menetelmien ja käytäntöjen yhdenmukaistamista. Mikäli yhdenmukaistaminen ei etene riittävän nopeasti, kasvaa tarve keskittää EU:n valvontarakenteita.

EU-alueen sääntelyä ja valvontaa kehitettäessä on entistä enemmän otettava huomioon globaali näkökulma. Rahoitusalan kansainvälistyminen etenee nopeasti, ja sen seurauksena globaalin tason yhteistyöfoorumeiden merkitys kasvaa. EU, EKP ja varsinkin suuret EU-maat ovatkin jo nyt hyvin edustettuina kansainvälisissä komiteoissa ja yhteistyöryhmissä. Pienet maat pääsevät toimimaan laajemmissa kansainvälisissä yhteyksissä lähinnä Kansainvälisen valuuttarahaston ja Kansainvälisen järjestelypankin kautta, mutta joiltakin osin nekin ovat mukana globaalin tason komiteoissa.

Lähdeluettelo

Aglietta, M. (2000) **A Lender of Last Resort for Europe.** Teoksessa Goodhart, C.A.E. (toim.) Which lender of last resort for Europe? Central Banking Publications. London.

Aglietta, M. – Scialom, L. (2003) **The Challenge of European Integration for Prudential Policy.** IADB seminar on Financial safety nets. Washington DC. 13.6.2003.

Bank of England (1997) **Memorandum of Understanding between HM Treasury, the Bank of England and the Financial Services Authority.**

Bank of England (2003) **Do we need new statutory powers?** Bank of England for the Task Force on Major Operational Disruption in the Financial System 2003.

Basel Committee on Banking Supervision (1999) **A New Capital Adequacy Framework.** BIS. Basel Committee Publications No. 50.

Berger, A. N. – Smith, D. C. (2003) **Global Integration in the Banking Industry.** Berger and Smith. Federal Reserve Bulletin Marraskuu.

Committee of Wise Men (2001) **Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets.** Brussels. (Ns. Lamfalyssy-report).

Council of the European Union (2003) **Ninth interim report on the implementation of the Financial Services Action Plan – the FSAP enters the Home Straight.** EF65, ECOFIN 389. Brussels.

Duisenberg, W. (2004) **The Role of the Eurosystem in prudential supervision.** Teoksessa Kuppens, T. – Prast, H. – Wessling, S. (toim.) Banking Supervision at the Crossroads. Edward Elgar Publishing.

EFC (2000) **Report on Financial Stability.** Economic Papers no 143. EFC/ECFIN/240/00 (ns. Brouwer report 1).

EFC (2001) **Report of Financial Crisis Management.** Economic Papers no 156. EFC/ECFIN/251/01 (ns. Brouwer report 2).

EKP (1999) **Rahoitusjärjestelmän vakauteen liittyvä instituutiorakenne.** EKP:n vuosikertomus 1999.

EKP (2001a) **EKP:n suhteet kansainvälisiin järjestöihin ja foorumeihin.** EKP:n Kuukausikatsaus. Tammikuu.

EKP (2001b) **Valvontapöytäkirja maksujärjestelmien yleisvalvojien ja pankkivalvojien yhteistyöstä talous- ja rahaliiton kolmannessa vaiheessa.** EKP:n lehdistötiedote 2.4.2001.

EKP (2001c) **The Role of Central Banks in Prudential Supervision.**

EKP (2002a) **Kansainvälinen valvontayhteistyö.** EKP:n Kuukausikatsaus. Toukokuu 2002.

EKP (2002b) **Euroalueen pankkisektorin viimeaikainen kehitys ja riskit.** EKP:n Kuukausikatsaus. Elokuu 2002.

EKP (2002c) **Structural developments in the EU banking sector.** Marraskuu.

EKP (2003a) **EU banking sector stability.** Helmikuu.

EKP (2003b) **Memorandum of Understanding on high-level principles of co-operation between the banking supervisors and central banks of the European Union in crisis management situations.** ECB press release 10.3.2003.

EKP (2003c) **Euroalueen pankkisektorin viimeaikainen kehitys.** EKP:n Kuukausikatsaus. Elokuu.

EKP (2003d) **Euroalueen rahoitusmarkkinoiden yhdentyminen.** EKP:n Kuukausikatsaus. Lokakuu.

EKP (2003e) **EU banking sector stability.** Marraskuu.

EKP (2001–2004) **Vuosikertomus 2001, 2002 ja 2003.**

EKP (2003f) **Developments in National Supervisory Structures.**

Economic and Financial Committee, EFC (2002) **EU Arrangements for Financial Regulation, Supervision and Stability.** Report by the EFC. Marraskuu.

Euroopan komissio (2004a) **Financial Integration Monitor 2004.** Working paper, SEC (2004) 559.

Euroopan komissio (2004b) **Review of Financial Services Action Plan: Publication of reports of four independent expert groups on banking, insurance and pensions, securities and asset management.** Working document of DG internal market.

European Parliamentary Financial Services, Forum (2004) **Achievements of this Parliament in Financial Services.**

Financial Stability Forum (2004) **12 Key Standards for Sound Financial Systems.**

Freixas, X. (2003) **Crisis Management in Europe.** Teoksessa Kremers, J. J. M. – Schoenmaker, D. – Wierts, P. J. (toim.) Financial Supervision in Europe. Edvard Elgar Publishing.

Galati, G. – Tsatsaronis, K. (2001) **The Impact of the Euro on Europe's Financial Markets.** BIS Working Papers No. 100.

Goodhart, C. A. E. (toim.) (2000) **Which Lender of Last Resort for Europe.** London. Central Banking Publications.

Group of Ten (2001) **Consolidation in the Financial Sector.**

Hartmann, P. – Maddaloni, A. – Manganelli, S. (2003) **The euro area financial system: structure, integration and policy initiatives.** ECB Working Paper Series, Working Paper No. 230.

Heikensten, L. (2004) **The Integration of European Banking: Some Regulatory Challenges.** Seminar on the integration of Financial markets in Europe. Stockholm.

Hertig, G. – Lee, R. (2002) **Four Predictions about the Future of EU Securities Regulation.** Anton Philips Conference on Regulatory Competition in Europe Tilburg.

Huizinga, H. – Nicodème, G. (2002) **Deposit Insurance and International Bank Deposits.** European Commission Economic Paper no 164.

Koskenkylä, H. (toim.) (2002) **Suomen rahoitusmarkkinat 2002.** Suomen Pankin tutkimuksia A:102. Helsinki.

Koskenkylä, H. (2002) **Efficiency and Competition in European Banking.** Irish Banking Review Summer 2002.

Kremers, J. J. M. – Schoenmaker, D. – Wierts, P. J. (toim.) (2003) **Financial Supervision in Europe.** Edward Elgar Publishing.

Kuppens, T. – Prast, H. – Wesseling, S. (toim.) (2004) **Banking Supervision at the Crossroads.** De Nederlandsche Bank. Edward Elgar Publishing.

Kurek, D. (2004) **The EU's Financial Services Action Plan.** Danmarks Nationalbank. Monetary Review, 1st Quarter 2004.

Lastra, R. M. (2003) **The Governance Structure for Financial Regulation and Supervision in Europe.** Columbia Journal of European Law, Vol. 10.

Levitt, M. (2001) **Does Europe want a single Market.** The Financial Regulator, 5.

Lilja, P. (1999) **Strukturella förändringar i banksektorn – drivkrafter och konsekvenser.** Penning- och valutapolitik 4. Riksbanken.

Mogg, J. F. (2003) **Financial Markets' legislation – consequences for the structure of supervision.** Kremers, J. J. M. – Schoenmaker, D. – Wierts, P. J. (toim.) Financial Supervision in Europe. Edward Elgar Publishing.

Padoa-Schioppa, T. (2000) **EMU and Banking Supervision.** Teoksessa Goodhart, C. A. E. (toim.) Which Lender of Last Resort for Europe? Central Banking Publications.

Padoa-Schioppa, T. (2003) **Financial Supervision: inside or outside central banks?** Teoksessa Kremer, J. J. M. – Schoenmaker, D. – Wierts, P. J. (toim.) Financial Supervision in Europe. Edward Elgar Publishing.

Padoa-Schioppa, T. (2004) **The Evolving European Financial Landscape: integration and regulation, colloquium.** Groupe Caisse des Dépôts/KfW. Berlin.

Prati, A. – Schinasi, G. J. (2000) **Financial Stability in European Economic and Monetary Union.** Teoksessa Goodhart, C. A. E. (toim.) Which Lender of Last Resort for Europe. Central Banking Publications.

Rahoitustarkastus (2004) Toimintakertomus 2003.

Schoenmaker, D. – Wierts, P. (2002) **Financial Supervision: Which model for Europe?** London School of Economics, Financial Markets Group, Special Paper 143.

Suomen Pankki (2003) **Maidenvälistä toimintaa harjoittavan pankin rahoituskriisin hallinta, Tanskan, Suomen, Islannin, Norjan ja Ruotsin keskuspankkien välinen yhteistoiminta-sopimus (MoU).** Suomen Pankki. Lehdistötiedote 12.6.2003.

de Swaan, T. (2004) **Convergence in Supervision: a commercial banker's perspective.** Teoksessa Kuppens, T. – Prast, H. – Wesseling, S. (toim.). Banking Supervision at the Crossroads. Edward Elgar Publishing.

Vives, X. (2001) **Restructuring Financial Regulation in the European Monetary Union.** Journal of Financial Services Research, Vol. 19.

Liite 1/7

Keskeiset rahoitusjärjestelmää koskevat standardit

G7-maiden ja kansainvälisten organisaatioiden sekä komiteoiden perustama Financial Stability Forum (FSF) on hyväksynyt 12 kansainvälistä standardia, joiden soveltamisella käytäntöön pyritään turvaamaan vakaa rahoitusjärjestelmä maailmanlaajuisesti (FSF, 12 Key Standards, 2004). Standardit vastaavat minimivaatimuksia kullakin alueella, jota ne koskevat. Kaikkien maiden odotetaan ottavan ne käyttöön. Ns. FSAP-ohjelmaansa liittyvässä maiden vakausarviossa IMF ja Maailmanpankki tutkivat, ovatko maat ottaneet standardit käyttöön ja miten ne niitä soveltavat (jakso 7.3).

Seuraavassa standardit esitetään alueittain ja lisäksi mainitaan standardista vastaava instituutio (issuing body). Alueita on kaikkiaan kolme:

I. Macroeconomic Policy and Data Transparency

1. Monetary and financial policy transparency
   standardi: Code of Good Practices on transparency in Monetary and Financial Policies
   vastuu: IMF

2. Fiscal Policy Transparency
   standardi: Code of Good Practices in Fiscal Transparency
   vastuu: IMF

3. Data Dissemination
   standardi: Special Data Dissemination Standard / General Data Dissemination System
   vastuu: IMF

SDDS on vaativampi standardi, ja se koskee maita, joilla on pääsy kansainvälisille pääomamarkkinoille.
GDDS koskee muita maita.

standardi: Insolvency (kesken)
vastuu: Maailmanpankki

Maailmanpankki koordinoi laaja-alaisesti yritystä kehittää selvitystilaan (konkurssiin) periaatteet ja ohjeita. YK:n alainen ”the United Nations Commission on International Trade Law (UNCITRAL)” -komissio, joka on hyväksynyt maiden välisen konkurssin mallilain ”The Model Law on Cross-Border Insolvency” vuonna 1997, tulee avustamaan tulevan konkurssistandardin implementoinnissa.

5. Corporate Governance
   standardi: Principles of Corporate Governance
   vastuu: OECD

6. Accounting
   standardi: International Accounting Standards (IAS)
   vastuu: IASB (International Accounting Standards Board)

IASB on toinen yksityinen (private) standardeja asettava kansainvälinen elin. Toinen on IFAC (kohta 7). Kaikki muut ovat viranomaisorganisaatioita.

7. Auditing
   standardi: International Standards on Auditing (ISA)
   vastuu: IFAC (International Federation of Accountants) (kohta 6)

8. Payment and Settlement
   standardi: Core Principles for Systematically Important Payment Systems ja Recommendations for Securities Settlement Systems
   vastuu: CPSS (Committee of Payment and Settlement Systems) sekä CPSS/IOSCO (tekstissä jakso 7.3)

9. Market Integrity
   standardi: The Forty Recommendations of the Financial Action Task Force (FATF) and 8 Special Recommendations Against Terrorist Financing
   vastuu: FATF

III. Financial Regulation and Supervision

10. Banking Supervision
    standardi: Core Principles for Effective Banking Supervision
    vastuu: Basel Committee on Banking Supervision (BCBS)

11. Securities Regulation
    standardi: Objectives and Principles of Securities Regulation
    vastuu : International Organization of Securities Commissions (IOSCO)

12. Insurance Supervision
    standardi: Insurance Core Principles
    vastuu: International Association of Insurance Supervisors (IAIS)

Lähde: Financial Stability Forum (2004) 12 Key Standards for Sound Financial Systems.

Liite 2/7

Jo toteutetut rahoituspalveluiden toimintasuunnitelman toimenpiteet lisätoimenpiteineen toukokuussa 2004[25]

Lainsäädäntöehdotukset lihavoitu

Varsinaiset toimenpiteet (39):

(1) Direktiivi (2003/71/EY) arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettavasta esitteestä annettiin 4. marraskuuta 2003.

(2) Sijoituspalveludirektiivin 11 artiklan mukaisten menettelytapasääntöjen soveltamisesta annettava komission tiedonanto (ammattimaisten sijoittajien ja piensijoittajien välinen ero). Annettu 14. marraskuuta 2000, KOM (2000)722.

(3) Direktiivi (2003/6/EY) sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista (markkinoiden väärinkäyttö) annettiin 28. tammikuuta 2003. Direktiivin noudattamisen edellyttämät lait, asetukset ja hallinnolliset määräykset on saatettava voimaan viimeistään 12. lokakuuta 2004.

(4) Uudistettu sijoituspalveludirektiivi (Investment Services Directive) (2004/39/EY) annettiin 27. huhtikuuta 2004. Perustuu komission 15. marraskuuta 2000 antamaan tiedonantoon (KOM(2000)729) sijoituspalveludirektiivin saattamisesta ajan tasalle.

(5) Muutokset neljänteen ja seitsemänteen yhtiöoikeudelliseen direktiiviin käypään arvoon arvostamisen mahdollistamiseksi. Direktiivi 2001/65/EY annettiin 31. toukokuuta 2001. Direktiivin noudattamisen edellyttämät lait, asetukset ja hallinnolliset määräykset piti saattaa voimaan viimeistään 1. tammikuuta 2004.

(6) Komission tiedonanto EU:n kirjanpitostrategian ajantasaistamisesta. Annettu 13. kesäkuuta 2000, KOM(2000)359.

(7) Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EY) 1606/2002 kansainvälisten tilinpäätösstandardien soveltamisesta annettiin 19. heinäkuuta 2002. Jäsenvaltioiden lainsäädännön alaisten julkisesti noteerattujen yritysten on sovellettava kansainvälisiä tilinpäätösstandardeja vuodesta 2005 alkaen.

(8) Muutokset neljänteen ja seitsemänteen yhtiöoikeudelliseen direktiiviin yhtiömuodoltaan tietynlaisten yhtiöiden tilinpäätöksistä annettiin 18. kesäkuuta 2003. Direktiivi 2003/51/EY muuttaa yhtiömuodoltaan tietynlaisten yhtiöiden, pankkien ja muiden rahoituslaitosten sekä vakuutusyritysten tilinpäätöksistä ja konsolidoiduista tilinpäätöksistä annettuja direktiivejä 78/660/ETY, 83/349/ETY, 86/635/ETY ja 91/674/ETY. Direktiivin noudattamisen edellyttämät lait, asetukset ja hallinnolliset määräykset on saatettava voimaan viimeistään 1. päivänä tammikuuta 2005.

(9) Komission tiedonanto KOM(2003)286 lakisääteisen tilintarkastuksen kehittämisestä EU:ssa. Annettu 21. toukokuuta 2003. Seuraa 15. marraskuuta 2000 annettua

[25] Ks. myös http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/actionplan/index.htm.

komission suositusta 2001/256 lakisääteisen tilintarkastuksen laadunvarmistuksen vähimmäisvaatimuksista EU:ssa (C(2000) 3304).

(10) Komission suositus 2001/6942 tilintarkastuksen riippumattomuuden perusperiaatteista EU:ssa (C(2002) 1873). Annettu 16. toukokuuta 2002.

(11) 19. toukokuuta 1998 selvityksen lopullisuudesta maksujärjestelmissä ja arvopaperien selvitysjärjestelmissä annetun direktiivin 98/26/EY implementointi. Komissio julkaissee lähikuukausina direktiivin uudistustarvetta koskevan raportin Haagin kansainvälisen konferenssin näkökohdat huomioiden.

(12) Direktiivi rahoitusvakuusjärjestelyistä. Direktiivi 2002/47/EY annettiin 6. kesäkuuta 2002. Direktiivin edellyttämät lait, asetukset ja hallinnolliset määräykset piti saattaa voimaan 27. joulukuuta 2003 mennessä.

(13) Direktiivi (2004/xx[26]/EY) julkisista ostotarjouksista (take over bids).

(14) Poliittinen sopimus säädöksestä eurooppayhtiöksi. Direktiivi 2001/86/EY ja asetus (EY) 2157/2001 annettiin 8. lokakuuta 2001. Edellytetyt lait, asetukset ja hallinnolliset määräykset on saatettava voimaan 8. lokakuuta 2004 mennessä.

(15) Komission tiedonanto (KOM(2003)284) yhtiöoikeuden sekä yritysjohdon valvontakäytäntöjä EU:ssa koskevasta toimintasuunnitelmasta annettiin 21. toukokuuta 2003. Vertailututkimuksen loppuraportti julkaistiin 27. maaliskuuta 2002 (saatavilla sisämarkkinoiden pääosaston sivustolta: http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/news/index.htm).

(16) Komission tiedonanto: Kohti lisäeläkkeiden yhtenäismarkkinoita. Annettu 11. toukokuuta 1999, KOM(1999)134.

(17) Kahden yhteissijoitusyrityksiä koskevan (UCITS) direktiivin antaminen. Direktiivit 2001/107/EY ja 2001/108/EY annettiin 21. tammikuuta 2002.

(18) Direktiivi 2003/41/EY ammatillisia lisäeläkkeitä tarjoavien laitosten toiminnasta ja valvonnasta annettiin 3. kesäkuuta 2003. Edellytetyt lait, asetukset ja hallinnolliset määräykset on saatettava voimaan 23. syyskuuta 2005 mennessä.

(19) Direktiivi 2002/64/EY rahoituspalveluiden etämyynnistä kuluttajille annettiin 23. syyskuuta 2002. Edellytetyt lait, asetukset ja hallinnolliset määräykset on saatettava voimaan 9. lokakuuta 2004 mennessä.

(20) Komission tiedonanto selkeistä ja ymmärrettävistä ostajalle annettavista tiedoista. Tiedonannon laatiminen on yhdistetty komission tiedonantoon rahoituspalvelujen sähköistä kauppaa koskevasta politiikasta. (KOM(2001)66, 7.2.2001).

(21) Suositus tietojenantoa koskevan parhaan käytännön tukemisesta (asuntoluotot). Annettu 1. maaliskuuta 2001, KOM(2001)477.

(22) Komission kertomus kuluttajien ja yritysten välisiin liiketoimiin sovellettavien kansallisten järjestelyjen eroista. Toimialan (Forum Group) ja kuluttajien kanssa käytävät keskustelut on saatu päätökseen. Saatuja tietoja käytetään komission lisäaloitteissa rahoitusalan vähittäispalveluissa.

(23) Tulkitseva tiedonanto palvelujen tarjoamisen vapaudesta ja yleisestä edusta vakuutusalalla. Annettu 2. helmikuuta 2000, C (1999)5046.

(24) Direktiivi 2002/92/EY vakuutusten välitystoiminnasta (insurance mediation) annettiin 9. joulukuuta 2002. Edellytetyt lait, asetukset ja hallinnolliset määräykset on saatettava voimaan 15. tammikuuta 2005 mennessä.

(25) Komission tiedonanto maksujen yhtenäismarkkinoista. Annettu 31. tammikuuta 2000, KOM(2000)36 lopullinen.

(26) Komission toimintasuunnitelma petosten ja väärennösten estämiseksi maksujärjestelmissä. Annettu 9. helmikuuta 2001, KOM (2001)11.

(27) Komission tiedonanto: sähköinen kaupankäynti ja rahoituspalvelut. Annettu 7. helmikuuta 2001, KOM(2001)66.

---

[26] Direktiiviä ei ole tähän mennessä julkaistu Euroopan unionin virallisessa lehdessä.

(28) Vakuutusyritysten tervehdyttämistä ja likvidaatiota koskevan direktiiviehdotuksen antaminen. Direktiivi 2001/17/EY annettiin 19. maaliskuuta 2001.

(29) Luottolaitosten tervehdyttämistä ja likvidaatiota koskevan direktiiviehdotuksen antaminen. Direktiivi 2001/24/EY annettiin 4. huhtikuuta 2001. Edellytetyt lait, asetukset ja hallinnolliset määräykset on saatettava voimaan 5. toukokuuta 2005 mennessä.

(30) Sähköisen rahan liikkeeseenlaskijoiden liiketoiminnan aloittamista, harjoittamista ja toiminnan vakauden valvontaa koskevan direktiiviehdotuksen antaminen. Direktiivi 2000/46/EY annettiin 18. syyskuuta 2000.

(31) Rahanpesua koskevan direktiivin muuttaminen. Direktiivi 2001/97/EY annettiin 4. joulukuuta 2001.

(32) Komission suositus rahoitusinstrumentteja koskevista tiedonantovaatimuksista 2000/408. Annettu 23. kesäkuuta 2000, C(2000)1372.

(33) Vakuutusdirektiivien solvenssimarginaalivaatimusten muuttaminen. Direktiivit 2002/12/EY ja 2002/13/EY annettiin 5. maaliskuuta 2002.

(34) Vakuutusdirektiivien ja sijoituspalveludirektiivin muuttaminen tietojenvaihdon mahdollistamiseksi kolmansien maiden kanssa. Direktiivi 2000/64/EY annettiin 7. marraskuuta 2000.

(35) Direktiivi finanssiryhmittymään kuuluvien luottolaitosten, vakuutusyritysten ja sijoituspalveluyritysten lisävalvonnasta (2002/87/EY) annettiin 16. joulukuuta 2002. Edellytetyt lait, asetukset ja hallinnolliset määräykset on saatettava voimaan 11. elokuuta 2004 mennessä.

(36) Arvopaperikomiteoiden perustaminen. Kesäkuun 6. päivänä 2001 tehty päätös Euroopan arvopaperimarkkinakomitean (ESC) perustamisesta (C(2001)1493) ja Euroopan arvopaperimarkkinavalvojien komitean (CESR) perustamisesta (C(2001)1501).

(37) Direktiivi (2003/48/EY) säästöjen tuottamien korkotulojen verotuksesta annettiin 3. kesäkuuta 2003. Edellytetyt lait, asetukset ja hallinnolliset määräykset piti saattaa voimaan 1. tammikuuta 2004 mennessä. Soveltamispäivä (tietyin edellytyksin) on 1. tammikuuta 2005.

(38) Direktiivi (2004/xx[27]/EY) listattujen yhtiöiden tiedonantovelvollisuuksista ja liputussäännöistä näiden valvonnasta (transparenssidirektiivi).

(39) Komission suositus (2001)447 on tiedoista, jotka asuntolainojen tarjoajan on annettava kuluttajille ennen sopimuksen tekemistä. Suositus annettiin 1. maaliskuuta 2001.

Lisätoimenpiteet (5), *ensimmäistä lukuun ottamatta meneillään olevia hankkeita*:

(1) Komission toinen tiedonanto arvopapereiden selvityksestä ja toimituksesta (KOM(2004)312) annettiin 28. huhtikuuta 2004. Tiedonanto pohjautuu 28. toukokuuta 2002 annetun tiedonannon (KOM(2002)257) ja sitä seuranneen konsultaation tuloksena saatuihin tietoihin.

(2) Vakuutusalan takuurahastot (Insurance Guarantee Schemes). Meneillään oleva hanke. Asian tekninen valmistelu aloitettiin helmikuussa 2002 pankkisektorin sekä arvopapereiden osalta aiemmin tehdyn työn pohjalta.

(3) Jälleenvakuutusalan valvontajärjestelyt. Komission asiaa koskeva direktiiviehdotus (KOM(2004)273) annettiin nopeutetun menettelyn myötä 21. huhtikuuta 2004.

[27] Direktiiviä ei ole tähän mennessä julkaistu Euroopan unionin virallisessa lehdessä.

(4) EU:n vakuutusyritysten vakavaraisuuskehikon uudistaminen (solvenssi II-projekti). Meneillään oleva hanke, jonka tavoitteena on lainsäädännöllisen viitekehyksen määrittelevä aloite vuoden 2005 alkupuolella.

(5) EU:n kolmas rahanpesudirektiivi. Komission tiedonanto annettiin 22. huhtikuuta 2004. Hankkeella on yhtymäkohtia kansainvälisen rahanpesun vastaisen toimintaryhmän (Financial Task Force on Money Laundering, FATF) työn edistymiseen.

Liite 3/7

Uuden vakavaraisuussääntelyn osatekijät (Basel II)

Pilari I Minimipääomavaatimukset (Minimum capital reguirements)	Pilari II Riskinkantokyvyn riittävyys (Supervisory review process)	Pilari III Tiedon julkistaminen (Market discipline)
• Kohdistaa minimipääoman nykyistä paremmin valvottavan riskeihin; pääomavaatimus lasketaan luotto-, markkina- ja toimintariskeille. • Antaa vaihtoehtoisia menetelmiä laskea minimipääomavaatimus. • Sallii valvottavan käyttää sisäisiä luottoriskiluokitustietoja sekä markkina- ja toimintariskien laskennassa sisäisiä malleja.	• Velvoittaa sekä valvottavan että valvojan tekemään kokonaisarvion valvottavan pääomien riittävyydestä suhteessa riskiprofiiliin. • Sisältää pilari I:n laskentasääntöjen ulkopuolelle jäävät riskit sekä sisäisen valvonnan ja riskienhallinnan laadullisen arvioinnin. • Sisältää arvion tarvittavasta pääomapuskurista. • Kattaa myös pilari I:n menetelmien ja mallien vähimmäisvaatimusten ja pilari III:n julkistamisvaatimusten noudattamisen valvonnan.	• Vahvistaa markkinakuria. • Määrittelee julkistettavan tiedon vähimmäisvaatimukset ja edellyttää johdon hyväksymää julkistamispolitiikkaa. • Laajentaa julkistamisvelvollisuutta.

Valvottavalla tulee olla
– liiketoimintastrategia ja siitä johdettu omien varojen strategia
– systemaattinen omien varojen ja riskinkantokyvyn riittävyyden arviointiprosessi.

Lähde: Rahoitustarkastus (2003) Toimintakertomus 2002.

Liite 4/7

Talous- ja rahoituskomitean ns. Brouwer-työryhmän raporttien suositukset

Brouwerin ensimmäisen raportin[28] suositukset vakauden edistämiseksi olivat seuraavat:

- Eri sektoreiden valvojien yhteistyötä kansainvälisellä tasolla, ts. kansainvälisten finanssiryhmittymien valvonnassa, on vahvistettava.
- Suurten kansainvälisten ryhmien seurantaa on tehostettava ja vaihdettava informaatiota niiden osalta eri maiden valvojien ja valvojien sekä keskuspankkien kesken.
- Valvontaviranomaisten ja ministeriöiden yhteistyötä sääntelyn valmistelussa on tehostettava.
- Valvojien ja keskuspankkien yhteistyötä on tehostettava erityisesti kriisienhallintaa varten.
- Valvonnan käytännön menetelmien yhdentymistä EU-alueella on edistettävä, jotta erityisesti yli rajojen toimivien rahoituslaitosten valvonta tehostuisi.

Brouwerin toisessa raportissa[29] käsiteltiin kriisienhallintaa EU-alueella. Suositukset olivat seuraavat:

- Valvojien on varmistettava, että rahoitusyritykset pystyvät nopeasti analysoimaan tilanteensa kaikissa olosuhteissa. Suurten laitosten tulee suorittaa stressitestejä säännöllisesti, ja niillä tulee olla valmiussuuntelmat kriisitilanteita varten.
- Kriisitilanteissa kaikkien viranomaisten tulee informoida toisiaan nopeasti. Juridiset esteet informaation vaihdolle on poistettava. Jokaisen viranomaisen tulee laatia omat tarkistuslistat (checklist), joissa eritellään kriisitilanteiden pääkysymykset.
- Suurille pankkikonserneille ja finanssiryhmittymille tulee määritellä koordinoiva valvoja ja sen vastuut myös kriisitilanteiden hallinnassa.

[28] EFC 2000.
[29] EFC 2001.

- Valvojien tulisi kehittää yhteistoimintasopimuksiaan (MoU) kattamaan nykyistä paremmin myös kriisitilanteet.
- Kilpailuviranomaisten tulee kehittää valmius arvioida kriisienhoitotoimenpiteiden kilpailuvaikutukset.

Lähteet: EFC (2000) Report on Financial Stability. Economic Papers no 143. EFC/ECFIN/240/00 ja EFC (2001) Report of Financial Crisis Management. Economic Papers no 156. EFC/ECFIN/251/01.

Liite 5/7

Pankki- ja vakuutusryhmittymien valvonta Suomessa

Rahoitus- ja vakuutustoimialojen yhteistyön tiivistyminen korostaa entisestään pankki- ja vakuutusvalvonnan yhteistyön tarvetta kaikkien pankkiryhmien valvonnassa.

Sampo-ryhmittymää valvovat Rahoitustarkastus ja Vakuutusvalvontavirasto yhteistyössä. Koordinoivana viranomaisena toimii Rahoitustarkastus. Keskeistä rahoitus- ja vakuutusryhmittymän valvonnassa on tunnistaa ryhmittymätason riskit ja arvioida niiden merkitys koko ryhmittymän kannalta.

Nordea-konsernia valvovat pohjoismaiset valvontaviranomaiset yhdessä. Tavoitteena on valvoa konsernin riskialueita niin, että eri maissa toimivan konserniyhtiön riskit otetaan konsernitason riskien valvonnassa kattavasti huomioon. Valvontavastuu jakautuvat eri maiden viranomaisille paljolti yhtiörakenteen mukaan. Vastuut ja työnjako voivat muuttua yhtiörakenteen uudistuessa.

Osuuspankkien yhteenliittymää valvoo Rahoitustarkastuksen ohella yhteenliittymän keskusyhtiö Osuuspankkikeskus-OPK-osuuskunta. Rahoitustarkastuksen valvonta kohdistuu yhteenliittymään kokonaisuutena. Siinä on tärkeää tunnistaa yhteenliittymän merkittävät riskit. Rahoitustarkastus painottaa yhteenliittymän keskusyhteisön vastuuta yksittäisten jäsenosuuspankkien valvonnassa. Yhteenliittymän kokonaisriskien hallinnan takia keskusyhteisöllä tulee olla hyvät valvontavaltuudet yhteenliittymän yksittäisiin jäsenpankkeihin.

Säästöpankkien toimintaa valvoo Säästöpankkitarkastus, jota Rahoitustarkastus ohjaa ja valvoo. Säästöpankkiryhmän rakennesuunnitelmat vaikuttavat valvonnan kohdentamiseen siten, että jo suunnitteluvaiheessa kiinnitetään huomiota riittävästi myös järjestelyihin liittyvien riskien tunnistamiseen ja hallintaan.

Lähde: Rahoitustarkastus (2003) Toimintakertomus 2002.

Liitteet

Liite 1. Rahoitusalan direktiivejä ja muita päätöksiä 218
Liite 2. Rahoituspalvelujen toimintasuunnitelma (FSAP) vuodelta 1999 225
Liite 3. Lyhenteet 230

Liite 1.

Rahoitusalan direktiivejä ja muita päätöksiä

1. Pörssit ja arvopaperimarkkinat

- Commission Recommendation (77/534/EEC) concerning a European code of conduct relating to transactions in transferable securities 25.7.1977 (*ei saatavissa suomennosta*).
- Neuvoston direktiivi (79/279/ETY) arvopaperien viralliselle pörssilistalle ottamista koskevista vaatimuksista 5.3.1979.
- Neuvoston direktiivi (80/390/ETY) arvopaperien viralliselle pörssilistalle ottamisen yhteydessä julkistettavan listalleottoesitteen laatimista, tarkastusta ja levittämistä koskevista vaatimuksista 17.3.1980.
- Neuvoston direktiivi (82/121/ETY) arvopaperipörssin viralliselle pörssilistalle otettujen yritysten säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta 15.2.1982.
- Neuvoston direktiivi (85/611/ETY) arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta 20.12.1985. Uudistettu 88/220/ETY, 2001/107/EY ja 2001/108/EY.
- Council Recommendation (85/612/EEC) concerning the second subparagraph of Article 25 (1) of Directive 85/611/EEC 25.12.1985 (*ei saatavissa suomennosta*).
- Neuvoston direktiivi (88/627/ETY) tiedoista, jotka on julkistettava, kun huomattava osuus pörssiyhtiöstä on hankittu tai luovutettu 12.12.1988.
- Neuvoston direktiivi (89/298/ETY) arvopapereita yleisölle tarjottaessa julkistettavan tarjousesitteen laatimista, tarkastusta ja levittämistä koskevien vaatimusten yhteensovittamisesta 17.4.1989.
- Neuvoston direktiivi (89/592/ETY) sisäpiirikauppoja koskevien säännösten ja määräysten yhteensovittamisesta 13.11.1989.
- Neuvoston direktiivi (93/22/ETY) sijoituspalveluista arvopaperimarkkinoilla 10.5.1993.
- Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (94/18/EY) arvopaperien viralliselle pörssilistalle ottamisen yhteydessä julkistettavan listalleottoesitteen laatimista, tarkastusta ja levittämistä koskevien

vaatimusten yhteensovittamisesta annetun direktiivin 80/390/ETY muuttamisesta 30.5.1994.
- Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (97/9/EY) sijoittajien korvausjärjestelmästä 3.3.1997.
- Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (98/26/EY) selvityksen lopullisuudesta maksujärjestelmissä ja arvopaperien selvitysjärjestelmissä 19.5.1998.
- Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (2001/34/EY) arvopaperien ottamisesta viralliselle pörssilistalle sekä niihin liittyvästä tiedonantovelvollisuudesta 28.5.2001. Tällä direktiivillä (ns. esitedirektiivi) koottiin yhteen edellä mainituista direktiiveistä 79/279/ETY, 80/390/ETY, 82/121/ETY ja 88/627/ETY.
- Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (2002/47/EY) rahoitusvakuusjärjestelyistä 6.6.2002.
- Komission päätös (2001/527/EY) Euroopan arvopaperimarkkinavalvojien komitean perustamisesta 6.6.2001.
- Komission päätös (2001/528/EY) Euroopan arvopaperikomitean perustamisesta 6.6.2001.
- Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (2002/87/EY) finanssiryhmittymään kuuluvien luottolaitosten, vakuutusyritysten ja sijoituspalveluyritysten lisävalvonnasta sekä neuvoston direktiivien 73/239/ETY, 79/267/ETY, 92/49/ETY, 92/96/ETY, 93/6/ETY ja 93/22/ETY ja Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivien 98/78/EY ja 2000/12/EY muuttamisesta 16.12.2002.
- Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (2003/6/EY) sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista (markkinoiden väärinkäyttö) 28.1.2003. Tällä direktiivillä kumottiin 89/592/ETY.
- Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (2003/71/EY) arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettavasta esitteestä ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta 4.11.2003. Tällä direktiivillä (ns. esitedirektiivi) kumottiin direktiivi 89/298/ETY.
- Komission direktiivi (2003/124/EY) Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY täytäntöönpanosta sisäpiiritiedon määritelmän ja julkistamisen sekä markkinoiden manipuloinnin määritelmän osalta 22.12.2003.
- Komission direktiivi (2003/125/EY) Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY täytäntöönpanosta sijoitussuositusten asianmukaisen esittämisen ja eturistiriitoja koskevien tietojen julkistamisen osalta 22.12.2003.
- Komission asetus (2273/2003), Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY täytäntöönpanosta takaisinosto-ohjelmil-

le ja rahoitusvälineiden vakauttamiselle myönnettävien poikkeuksien osalta 22.12.2003.
- Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (2004/39/EY) rahoitusvälineiden markkinoista (ns. sijoituspalveludirektiivi II) 21.4.2004. Tällä direktiivillä kumottiin direktiivi 93/22/ETY.
- Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (2004/25/EY) julkisista ostotarjouksista 21.4.2004.
- Ehdotus (8765/04) Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopaperien liikkeeseenlaskijoita koskeviin tietoihin liittyvien avoimuusvaatimusten yhdenmukaistamisesta ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta 22.4.2004.

2. Pankit

- Neuvoston direktiivi (73/183/ETY) itsenäistä toimintaa harjoittavia pankkeja ja muita rahoituslaitoksia koskevien, sijoittautumisvapauden ja palvelujen tarjoamisen vapauden rajoitusten poistamisesta 28.6.1973.
- Ensimmäinen neuvoston direktiivi (77/780/ETY) luottolaitosten liiketoiminnan aloittamiseen ja harjoittamiseen liittyvien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta 12.12.1977.
- Neuvoston direktiivi (86/635/ETY) pankkien ja muiden rahoituslaitosten tilinpäätöksestä ja konsolidoidusta tilinpäätöksestä 8.12.1986.
- Comission Recommendation (87/63/EEC) conserning the introduction of deposit-guarantee schemes in the community 22.12.1986 (*ei saatavissa suomennosta*).
- Comission Recommendation (87/62/EEC) on monitoring and controlling large exposures of credit institutions 22.12.1986 (*ei saatavissa suomennosta*).
- Neuvoston direktiivi (89/117/ETY) jäsenvaltioon sijoittautuneiden sellaisten luotto- ja rahoituslaitosten sivukonttoreiden velvollisuudesta julkistaa tilinpäätösasiakirjat, joiden kotipaikka ei ole siinä jäsenvaltiossa 13.2.1989.
- Neuvoston direktiivi (89/299/ETY) luottolaitosten omista varoista 17.4.1989.
- Toinen neuvoston direktiivi (89/646/ETY) luottolaitosten liiketoiminnan aloittamiseen ja harjoittamiseen liittyvien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta ja direktiivin 77/780/ETY muuttamisesta 15.12.1989.

- Neuvoston direktiivi (89/647/ETY) luottolaitosten vakavaraisuussuhteesta 18.12.1989.
- Commission Recommendation (90/109/EEC) on the transparency of banking conditions relating to cross-border financial transactions 14.2.1990 (*ei saatavissa suomennosta*).
- Neuvoston direktiivi (91/308/ETY) rahoitusjärjestelmän rahanpesutarkoituksiin käyttämisen estämisestä 10.6.1991.
- Neuvoston direktiivi (92/30/ETY) luottolaitosten konsolidoidusta valvonnasta 6.4.1992.
- Neuvoston direktiivi (92/121/ETY) luottolaitosten suurten riskikeskittymien valvonnasta ja tarkastamisesta 21.12.1992.
- Neuvoston direktiivi (93/6/ETY) sijoituspalveluyritysten ja luottolaitosten omien varojen riittävyydestä 15.3.1993.
- Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (94/19/EY) talletusten vakuusjärjestelmistä 30.5.1994.
- Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (97/5/ETY) rajojen yli suoritettavista tilisiirroista 27.1.1997.
- Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (1999/93/EY) sähköisiä allekirjoituksia koskevista yhteisön puitteista 13.12.1999.
- Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (2000/12/EY) luottolaitosten liiketoiminnan aloittamisesta ja harjoittamisesta 20.3.2000. Tällä direktiivillä koottiin yhteen edellä mainituista direktiiveistä 73/183/ETY, 77/780/ETY, 89/299/ETY, 89/646/ETY, 89/647/ETY, 92/30/ETY ja 92/121/ETY.
- Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (2000/31/EY) tietoyhteiskunnan palveluja, erityisesti sähköistä kaupankäyntiä, sisämarkkinoilla koskevista tietyistä oikeudellisista näkökohdista (ns. sähköisen kaupankäynnin direktiivi) 8.6.2000.
- Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (2000/46/EY) sähköisen rahan liikkeeseenlaskijoiden liiketoiminnan aloittamisesta, harjoittamisesta ja toiminnan vakauden valvonnasta 18.9.2000.
- Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (2001/24/EY) luottolaitosten tervehdyttämisestä ja likvidaatiosta 4.4.2001.
- Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (2001/65/EY) direktiivien 78/660/ETY, 83/349/ETY ja 86/635/ETY muuttamisesta tietynlaisten yhtiöiden sekä pankkien ja muiden rahoituslaitosten tilinpäätöksien ja konsolidoitujen tilinpäätöksien laadinnassa noudatettavien arvostussääntöjen osalta 27.9.2001.
- Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (2001/97/EY) rahoitusjärjestelmien rahanpesutarkoituksiin käyttämisen estämisestä annetun neuvoston direktiivin 91/308/ETY muuttamisesta – Komission lausuma 4.12.2001.

- Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (2001/2560/EY) rajat ylittävistä euromääräisistä maksuista 19.12.2001.
- Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (2002/87/EY) finanssiryhmittymään kuuluvien luottolaitosten, vakuutusyritysten ja sijoituspalveluyritysten lisävalvonnasta sekä neuvoston direktiivien 73/239/ETY, 79/267/ETY, 92/49/ETY, 92/96/ETY, 93/6/ETY ja 93/22/ETY) ja Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivien 98/78/EY ja 2000/12/EY muuttamisesta 16.12.2002.
- Komission päätös (2004/10/EY) Euroopan pankkikomitean perustamisesta 5.11.2003.
- Komission päätös (2004/5/EY) Euroopan pankkivalvontaviranomaisten komitean perustamisesta 5.11.2003.

3. Vakuutus

- Neuvoston direktiivi (64/225/ETY) sijoittautumisvapauden ja palvelujen tarjoamisen vapauden rajoitusten poistamisesta jälleenvakuutuksen ja edelleenvakuutuksen osalta 25.2.1964.
- Ensimmäinen neuvoston direktiivi (73/239/ETY) muun ensivakuutusliikkeen kuin henkivakuutusliikkeen aloittamisesta ja harjoittamista koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta (ns. ensimmäinen vahinkovakuutusdirektiivi) 24.7.1973.
- Neuvoston direktiivi (73/240/ETY) muun ensivakuutusliikkeen kuin henkivakuutusliikkeen sijoittautumisvapauden rajoitusten poistamisesta 24.7.1973.
- Ensimmäinen neuvoston direktiivi (79/267/ETY) henkivakuutuksen aloittamista ja harjoittamista koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta (ns. ensimmäinen henkivakuutusdirektiivi) 5.3.1979.
- Toinen neuvoston direktiivi (88/357/ETY) muuta ensivakuutusta kuin henkivakuutusta koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta, säännöksistä, joilla helpotetaan palvelujen tarjoamisen vapauden tehokasta käyttämistä sekä direktiivin 73/239/ETY muuttamisesta (ns. toinen vahinkovakuutusdirektiivi) 22.7.1988.
- Toinen neuvoston direktiivi (90/619/ETY) henkivakuutusten ensivakuutusliikettä koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta, säännöksistä, joilla helpotetaan palvelujen tarjoamisen vapauden tehokasta käyttämistä sekä direktiivin 79/267/ETY muuttamisesta (ns. toinen henkivakuutusdirektiivi) 8.11.1990.

- Neuvoston direktiivi (91/674/ETY) vakuutusyritysten tilinpäätöksistä ja konsolidoiduista tilinpäätöksistä 19.12.1991.
- Neuvoston direktiivi (91/675/ETY) vakuutuskomitean perustamisesta 19.12.1991.
- Neuvoston direktiivi (92/49/ETY) muuta ensivakuutusta kuin henkivakuutusta koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta sekä direktiivien 73/239/ETY ja 88/357/ETY muuttamisesta (ns. kolmas vahinkovakuutusdirektiivi) 18.6.1992.
- Neuvoston direktiivi (92/96/ETY) henkivakuutuksen ensivakuutusta koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta sekä direktiivien 79/267/ETY ja 90/618/ETY muuttamisesta (ns. kolmas henkivakuutusdirektiivi) 10.11.1992.
- Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (98/78/EY) vakuutusryhmittymään kuuluvien vakuutusyritysten lisävalvonnasta 27.10.1998.
- Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (2000/31/EY) tietoyhteiskunnan palveluja, erityisesti sähköistä kaupankäyntiä, sisämarkkinoilla koskevista tietyistä oikeudellisista näkökohdista (ns. sähköisen kaupankäynnin direktiivi) 8.6.2000.
- Komission suositus (2000/408/EY) tietojen julkistamisesta rahoitusinstrumenteista ja muista vastaavista eristä pankkien ja muiden rahoituslaitosten tilinpäätöksestä ja konsolidoidusta tilinpäätöksestä annetun neuvoston direktiivin 86/635/ETY mukaan vaadittavan julkistamisen täydentämiseksi 23.6.2000.
- Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (2001/17/EY) vakuutusyritysten tervehdyttämisestä ja likvidaatiosta 19.3.2001.
- Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (2002/65/EY) kuluttajille tarkoitettujen rahoituspalvelujen etämyynnistä ja neuvoston direktiivin 90/619/ETY sekä parlamentin ja neuvoston direktiivien 97/7/EY ja 98/27/EY muuttamisesta 23.9.2002.
- Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (2002/83/EY) henkivakuutuksesta 5.11.2002.
- Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (2002/92/EY) vakuutusedustuksesta 9.12.2002.
- Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (2002/87/EY) finanssiryhmittymään kuuluvien luottolaitosten, vakuutusyritysten ja sijoituspalveluyritysten lisävalvonnasta sekä neuvoston direktiivien 73/239/ETY, 79/267/ETY, 92/49/ETY, 92/96/ETY, 93/6/ETY ja 93/22/ETY ja Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivien 98/78/EY ja 2000/12/EY muuttamisesta 16.12.2002.

- Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (2003/41/EY) ammatillisia lisäeläkkeitä tarjoavien laitosten toiminnasta ja valvonnasta 3.6.2003.
- Komission päätös (2004/6/EY) Euroopan vakuutus- ja työeläkevalvontaviranomaisten komitean (CEIOPS) perustamisesta 5.11.2003.
- Komission päätös (2004/9/EY) Euroopan vakuutus- ja työeläkekomitean (EIOPC) perustamisesta 5.11.2003. Ei vielä voimassa (1.6.2004).

4. Muuta

- Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (97/9/EY) sijoittajien korvausjärjestelmästä 3.3.1997.
- Neuvoston asetus (2157/2001) (EY) eurooppayhtiön säännöistä 8.10.2001.
- Neuvoston direktiivi (2001/86/EY) eurooppayhtiön sääntöjen täydentämisestä henkilöstöedustuksen osalta, 8.10.2001.
- Euroopan parlamentti ja EU:n neuvosto antoivat kesäkuussa 2002 asetuksen kansainvälisten tilinpäätössuositusten (ns. IAS-säännökset) soveltamisesta. Asetuksen mukaan jäsenvaltioiden lainsäädännön alaisten listattujen yhtiöiden, kuten pankkien ja vakuutusyhtiöiden, on laadittava konsernitilinpäätöksensä 1.1.2005 alkavista tilikausista lähtien näiden säännösten mukaisesti.
- Neuvoston direktiivi (2003/48/EY) säästöjen tuottamien korkotulojen verotuksesta 3.6.2003.

Liite 2.

Rahoituspalvelujen toimintasuunnitelma (FSAP) vuodelta 1999

Euroopan komission tiedonannon KOM(1999)232 mukaan

Strateginen tavoite 1

Pääoman hankkiminen koko EU:n alueella:

Toimenpide	Tavoite
Saatetaan listalleotosta ja tarjousesitteistä annetut direktiivit ajan tasalle mahdollisella lainsäädännöllisellä muutoksella.	Poistetaan tarjousesitteiden tehokkaan vastavuoroisen tunnustamisen esteet, jotta yhdessä jäsenvaltiossa hyväksytty tarjousesite tai tarjousasiakirja hyväksytään myös muissa jäsenvaltioissa. ”Perusesitteen” (shelf registration) käyttö takaa lisäksi helpomman pääsyn pääomamarkkinoille tilinpäätöksiin perustuvien yhdenmukaisten tarjousesitteiden avulla.
Saatetaan tiedonantovelvollisuudesta annettu direktiivi (82/121/ETY) ajan tasalle.	Useammin annetut ja laadukkaammat tiedot lisäävät markkinoiden luottamusta ja houkuttelevat pääomaa.

Integroitujen arvopaperi- ja johdannaismarkkinoiden yhteisen oikeudellisen kehyksen luominen:

Toimenpide	Tavoite
Annetaan komission tietonanto, jossa erotellaan ”ammattimaiset” sijoittajat ja kuluttajat.	Yhteenveto sijoittajaa suojaavien säännösten yhteisestä tulkinnasta mukaan lukien liiketoiminnan menettelysäännöt, jotta voidaan määrittää olosuhteet, joiden vallitessa vastaanottajamaan liiketoimintasääntöjä sovelletaan rajat ylittäviin arvopaperikauppoihin.
Direktiivi, jolla puututaan markkinoiden manipulointiin.	Vahvistetaan markkinoiden yhtenäisyyttä vähentämällä institutionaalisten sijoittajien ja välittäjien mahdollisuuksia vaikuttaa markkinoihin tai harjoittaa sisäpiirin kauppaa. Asetetaan kauppaa käyville pörsseille yhteiset säännöt, jotta säilytetään alkuvaiheessa olevien yhteisten arvopaperimarkkinoiden uskottavuus.
Vihreä kirja sijoituspalveludirektiivin saattamisesta ajan tasalle.	Tarkastellaan monipuolisesti sijoituspalveludirektiivin asemaa integroitujen ja tehokkaiden sijoituspalvelumarkkinoiden perustana. Käsitellään meklarien/ välittäjien markkinoillepääsyn jäljellä olevia esteitä, etäjäsenyyden esteitä sekä valtionobligaatioilla käytävän kaupan rajoituksia. Käsitellään uusia lainsäädännön haasteita kuten vaihtoehtoisia kaupankäyntijärjestelmiä (Alternative Trading Systems).

Tavoitteena pörssiyhtiöiden yhtenäinen tilinpäätösinformaatio:

Toimenpide	Tavoite
Muutetaan neljättä ja seitsemättä yhtiöoikeusdirektiiviä, jotta käypään arvoon arvostaminen tulee mahdolliseksi.	Annetaan eurooppalaisille yhtiöille mahdollisuus kirjata jotkut rahoitusominaisuuden erät käypään arvoon kansainvälisten kirjanpitostandardien (IAS) mukaisesti.
Komission tiedonanto EU:n kirjanpitostrategian ajantasaistamisesta.	Laaditaan strategia, jolla parannetaan EU:n pörssiyhtiöiden tilinpäätösinformaation vertailukelpoisuutta ja joka perustuu EU:n tilinpäätösdirektiiveihin ja/tai hyväksyttyjen kansainvälisten kirjanpitostandardien mukaisesti laadittuihin tilinpäätöksiin. Strategiaan pitäisi sisältyä suunnitelma järjestelmäksi, jonka avulla valmistellaan kansainväliset vertailustandardit, joita EU:n pörssiyhtiöt voivat soveltaa ilman kansallisia erityispiirteitä.
Saatetaan neljännen ja seitsemännen yhtiöoikeusdirektiivin seitsemännen yhtiöoikeusdirektiivin kirjanpito-säännökset ajan tasalle.	Yhdistetään neljäs ja seitsemäs direktiivi yhtenäismarkkinoiden tavoitteisiin ja otetaan huomioon kansainvälisten kirjanpitodirektiivien kehitys.
Komission suositus EU:n tilintarkastuskäytännöstä.	Parannetaan lakisääteisten tilintarkastusten laatua EU:ssa suosittamalla erityisiä toimenpiteitä, jotka koskevat laadunvarmistusta ja tilintarkastusohjeistoa.

Systeemiriskin hallinta arvopaperien selvityksessä:

Toimenpide	Tavoite
Selvityksen lopullisuudesta arvopaperikaupan maksu- ja selvitysjärjestelmissä annetun direktiivin täytäntöönpano.	Direktiivin kattava ja johdonmukainen soveltaminen koko EU:n alueella järjestelmien moitteettoman toiminnan takaamiseksi.
Direktiivi rajat ylittävien vakuuksien käytöstä.	Varmuus rajat ylittäville arvopaperikaupoille asetettujen vakuuksien oikeudellisesta pätevyydestä ja täytäntöönpanokelpoisuudesta.

Tavoitteena turvalliset ja avoimet olosuhteet rajat ylittäville rakenneuudistustoimille:

Toimenpide	Tavoite
Poliittinen sopimus ehdotuksesta yritysostotarjouksia koskevaksi direktiiviksi (takeover bids).	Saavutetaan koko EU:n alueella selkeä ja avoin tilanne yrityksen osakkeista tehtävään ostotarjoukseen (take-over bid) liittyvien lainsäädännöllisten kysymysten osalta. Estetään EU:n yritysten rakenneuudistusten ongelmat, jotka johtuvat hallinto- ja johtamiskulttuurien keinotekoisista eroista.
Poliittinen sopimus säädöksestä eurooppayhtiöksi.	Luodaan valinnanvarainen lainsäädännöllinen rakenne, jonka avulla yritysten harjoittamiin yleiseurooppalaisiin toimintoihin voidaan soveltaa yhtä rationaalista lainsäädäntökokonaisuutta. Samassa yhteydessä täsmennetään työntekijöiden osallistumisen laajuutta – luodaan vankempi yhteinen perusta yritysjohdon valvonnan (corporate governance) käytännöille.
EU:ssa sovellettavien yritysjohdon valvonnan käytäntöjen (corporate governance) tarkastelu.	Tunnistetaan lainsäädännölliset ja hallinnolliset esteet ja niistä johtuvat valvontajärjestelmien erot.
Muutetaan kymmenettä yhtiöoikeusdirektiiviä.	Annetaan yrityksille mahdollisuus rajat ylittäviin sulautumiin.
14. yhtiöoikeusdirektiivi.	Annetaan yrityksille mahdollisuus siirtää toimipaikkansa toiseen jäsenvaltioon.

Toimivat yhteismarkkinat sijoittajille:

Toimenpide	Tavoite
Komission tiedonanto rahastoivista eläkejärjestelmistä.	Neuvotellaan toisen pilarin eläkerahastojärjestelmien vakavaraisuuspuitteista, jotta turvattaisiin edunsaajien oikeudet tiukoilla toiminnan vakautta koskevilla suojatoimenpiteillä ja tehokkaalla valvonnalla.
Poliittinen sopimus ehdotuksista yhteissijoitusyrityksiä koskeviksi direktiiveiksi.	Ehdotuksella nro 1 poistetaan esteet yhteissijoitusyritysten osuuksien rajatylittävältä markkinoinnilta laajentamalla niiden omaisuuslajien määritelmää, joihin rahastot voivat sijoittaa. Ehdotuksella nro 2 rahastoyhtiöille annettaisiin EU:n laajuinen toimilupa (European passport) ja lisättäisiin sallittujen toimintojen määrää (mahdollisuus tarjota myös yksilöllisiä omaisuudenhoitopalveluja).
Direktiivi eläkerahastojen toiminnan vakauden valvonnasta.	Komissio tekee tiedonannossaan hahmottelemansa politiikan mukaisesti ehdotuksen direktiiviksi eläkerahastojen toiminnan vakauden valvonnasta. Ehdotuksessa otetaan huomioon EU:n alueella nykyisin toimivien eläkerahastojen monimuotoisuus sekä käsitellään toimiluvan antamista, raportointia, soveltuvuuskriteerejä (fit & proper criteria) sekä vastuita ja sijoituksia koskevia sääntöjä.

Strateginen tavoite 2

Toimenpide	Tavoite
Poliittinen sopimus ehdotuksesta direktiiviksi rahoituspalvelujen etämyynnistä.	Ehdotuksella pyritään yhtenäistämään kuluttajamarkkinoinnista ja myyntitekniikoista annettuja sääntöjä. Epätoivottujen markkinointi-tekniikoiden (pakkomyynti) kohdistamista kuluttajiin rajoitetaan antamalla tarvittavat säännökset (laajat oikeudet perua kauppa, kiellot). Säännösten tultua voimaan kaukoyhteydet mahdollistavan teknologian avulla käytävään etäkauppaan liittyvien ongelmien pitäisi poistua.
Komission tiedonanto, johon kootaan selkeitä ja ymmärrettäviä tietoja ostajille.	Muodostetaan kattava näkemys perustiedoista, joita kuluttajat tarvitsevat arvioidakseen (rajatylittäviä) palveluja tarjoavia yrityksiä ja niiden tarjoamien palvelujen turvallisuutta/laatua sekä tarjolla olevia oikaisu- ja korvauksenhakumahdollisuuksia. Tutkitaan, missä määrin tiedonantovaatimukset täytetään rahoituspalvelujen vähittäiskaupan aloilla.
Suositus tiedonantoa koskevan parhaan käytännön tukemisesta (asuntoluotot).	Komissio aikoo julkaista kuluttajien kanssa käytävään vuoropuheluun (Consumer Dialogue) perustuvan tiedonannon, jolla pyritään yhteisymmärrykseen rajatylittävien asuntoluottojen tarjoamisen yhteydessä annettavista tiedoista. Komissio osallistuu noudattamisen valvontaan.
Komission kertomus kuluttajakaupan kansallisten järjestelmien olennaisista eroista.	Kertomuksessa luetellaan kuluttajille suunnattujen rahoituspalvelujen rajatylittävän kaupan esteitä. Kertomuksessa määritellään milloin, miten ja miksi vastaanottajamaan kuluttajasääntöjä sovelletaan sekä määritellään millä ehdoin kansalliset säännökset ovat/eivät ole samanarvoisia. Määritellään objektiivinen ja empiirinen perusta jäsenvaltioiden ja Euroopan parlamentin kanssa käytäville neuvotteluille, joissa pyritään helpottamaan rajat ylittävien vähittäissektorin rahoituspalvelujen tarjoamista heikentämättä kuitenkaan kuluttajansuojaa.
Tulkitseva tiedonanto palvelujen tarjoamisen vapaudesta ja yleisestä edusta vakuutusalalla.	Edistetään yhtenäismarkkinoiden syntymistä parantamalla jäsenvaltioiden, vakuutusyritysten ja kansalaisten oikeusvalmiutta.
Ehdotus vakuutusedustajista annetun direktiivin muuttamisesta.	Helpotetaan vakuutusedustajien vapautta tarjota palveluja ja parannetaan kuluttajasuojaa päivittämällä ja ottamalla käyttöön ammattitaitoa ja pätevyyttä koskevia suojalausekkeita. Luomalla vakuutusedustajille tiukat yhteiset perussäännöt voidaan helpottaa kumppanimaiden vakuutuksenantajien markkinoille-pääsyä.
Komission tiedonanto maksujen yhtenäismarkkinoista.	Annetaan ohjeisto julkisille ja yksityisille toimijoille, jotka ovat mukana varmistamassa, että vähittäiskaupan maksuja voidaan suorittaa yli rajojen turvallisesti ja kohtuullisin kustannuksin. Näistä maksutapahtumista peritään nykyään keskimäärin huomattavasti suurempia palkkioita kuin kotimaisissa maksujärjestelmissä suoritetuista maksuista – tilanne ei voi jatkua tällaisena euroalueella. Tiedonannossa keskitytään pääasiassa tilisiirtoihin, mutta siinä käsitellään myös maksukortteja, sekkejä ja käteismaksuja.
Komission toimintasuunnitelma petosten ja väärennysten estämiseksi maksujärjestelmissä.	Sovitaan tavoista estää petoksia esimerkiksi tietojen vaihdon avulla tai parantamalla teknisten järjestelmien turvallisuutta.
Komission vihreä kirja rahoituspalvelujen sähköistä kaupankäyntiä koskevasta politiikasta.	Koko rahoitussektoria varten luodaan selkeä ja johdonmukainen politiikka, jossa otetaan huomioon olemassa olevat säännöt, laajemman kansainvälisen kehityksen sekä teknologian edistysaskeleet.

Strateginen tavoite 3

Toimenpide	Tavoite
Hyväksytään ehdotus direktiiviksi vakuutusyritysten purkamisesta ja selvitystilasta.	Luodaan menettelyjen vastavuoroisen tunnustamisen sekä yhtenäisyyden, yleispätevyyden, julkisuuden ja syrjimättömyyden periaatteiden avulla johdonmukainen sääntelykehys yhtenäismarkkinoilla toimivien vakuutusyritysten purkamista ja selvitystilaa varten.
Hyväksytään ehdotus direktiiviksi pankkien purkamisesta ja selvitystilasta.	Purkamisesta ja selvitystilasta annetut yhteiset säännökset muodostavat pohjan menettelyille, joita sovelletaan pankin tullessa maksukyvyttömäksi ja nimettäessä asiaa hoitava viranomainen. Tämä toimii suojana konkurssikypsiä laitoksia vastaan, jotka saattaisivat muodostaa vastapuoliriskin.
Hyväksytään ehdotus elektronisesta rahasta annettavaksi direktiiviksi.	Varmistetaan elektronista rahaa tarjoavien markkinoillepääsy ja alan riittävä lainsäädäntö. Kehitetään infrastruktuuria ja teknologiaa. Selvennetään vakavaraisuussääntöjä, jotka koskevat muiden kuin perinteisten luottolaitosten tarjoamia elektronisen rahan palveluja. Annetaan mahdollisuudet toiminnan kehittymiseen yli rajojen.
Muutetaan rahanpesudirektiiviä	Tehostetaan petosten ja rahanpesun torjuntaa laajentamalla alkurikosten määritelmää ja ulottamalla ilmoitusvelvollisuus (”epäilyttävistä liiketoimista”) joihinkin rahoitusalan ulkopuolisiin ammattiryhmiin.
Komission tulkitseva tiedonanto rahoitusinstrumentteja koskevista tiedonantovaatimuksista.	Pankkien ja muiden rahoituslaitosten tilinpäätöksestä annetun direktiivin yhdenmukainen tulkinta ja soveltaminen.
Luottolaitosten vakavaraisuussuhteesta ja omista varoista annettujen direktiivien muuttaminen.	Pankkien vakavaraisuussääntöjen tarkistus markkinakehityksen mukaiseksi toteutetaan samanaikaisesti G10-ryhmän Baselin pankkivalvontakomitean kanssa. Työn odotetaan johtavan EU:n pankkien vakavaraisuussääntöjen uudistamiseen.
Vakuutusdirektiivien solvenssimarginaalivaatimusten muuttaminen.	Suojellaan kuluttajia yhtenäismarkkinoilla varmistamalla, että vakuutusyrityksillä on riittävät vakavaraisuusvaatimukset suhteessa niiden vakuuttamiin riskeihin.
Ehdotus vakuutusdirektiivien ja sijoituspalveludirektiivien muuttamisesta, jotta tietojenvaihto kolmansien maiden kanssa on mahdollista.	Perusta kansainväliselle tietojenvaihdolle taloudellisen vakauden lisäämiseksi.
Yhteisen keskustelufoorumin (Joint Forum) suositusten pohjalta laaditaan rahoitusryhmittymien (financial conglomerates) vakavaraisuussäännöt.	Käsitellään voimassa olevan alakohtaisen lainsäädännön aukkoja ja muita vakavaraisuusriskejä moitteettomien valvontajärjestelyjen varmistamiseksi.
Perustetaan arvopaperialan komitea.	Muodollinen sääntelykomitea edistää arvopaperialan lainsäädännön kehittämistä EU:ssa. EU:n toimielinten on päästävä yhteisymmärrykseen soveliaasta komiteamenettelystä.

Yleinen tavoite

Toimenpide	Tavoite
Hyväksytään direktiivi talletustuottojen verotuksesta.	Ehdotuksen tavoitteena on poistaa yksityishenkilöiden talletusten verokohtelun erot ja siten poistaa viimeisetkin pääoma- ja rahoituspalvelujen vapaan liikkuvuuden esteet, mikä hyödyttää rahoitussektoria.
Joulukuussa 1997 annettujen yritysverotuksen menettelysääntöjen täytäntöönpano.	Estetään haitallinen verokilpailu, joka voi vaikuttaa merkittävästi yritystoiminnan sijoittumiseen Euroopan unionissa.
Rahoituspalvelutuotteiden verotuksen tarkistaminen.	Alennetaan kustannuksia ja poistetaan rajatylittävän liiketoiminnan esteet.
Komission ehdotukset lisäeläkkeisiin liittyvien verojärjestelyjen yhteensovittamisesta.	Tehdään veropoliittisessa työryhmässä käytyjen keskustelujen pohjalta lainsäädäntöehdotus siirtotyöläisten lisäeläkerahastoihin suorittamien rajatylittävien maksujen verokohtelusta. Ehdotus edistää työvoiman liikkuvuutta.
EU:ssa sovellettavien yritysjohdon valvonnan käytäntöjen (corporate governance) tarkistaminen.	Tunnistetaan lainsäädännölliset ja hallinnolliset esteet ja niistä johtuvat valvontajärjestelmien erot.

Liite 3.

Lyhenteet

Lyhenne	Englanninkielinen termi	Suomenkielinen termi tai termin selitys
APK	Finnish Central Securities Depository	Suomen Arvopaperikeskus
ATS	Alternative Trading System	vaihtoehtoiset kaupankäyntijärjestelmät
BAC	Banking Advisory Committee	pankkialan neuvoa-antava komitea
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision	Baselin pankkivalvontakomitea
BIC	Bank Identifier Code	kansainvälinen pankkikoodi, BIC-koodi
BIS	Bank for International Settlements	Kansainvälinen järjestelypankki; keskuspankkien omistama ja niiden kansainvälisenä yhteistyöfoorumina toimiva pankki
BoF-RTGS	Bank of Finland Real-Time Gross Settlement System	Suomen Pankin sekkitilijärjestelmä
BSC	Banking Supervision Committee	EKPJ:n pankkivalvontakomitea
CCG	Cassa di Compensazione e Garanzia	italialainen keskusvastapuoliselvitysyhteisö
CCP	Central counterparty	keskusvastapuoli
CEBS	Committee of European Banking Supervisors	Euroopan pankkivalvontaviranomaisten komitea
CEIOPS	Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors	Euroopan vakuutus- ja työeläkevalvontaviranomaisten komitea
CEPR	Centre for Economic Policy Research	Lontoossa sijaitseva talouspolitiikan tutkimuskeskus
CEPS	Centre for European Policy Studies	Brysselissä sijaitseva politiikan tutkimuskeskus
CESR	Committee of European Securities Regulators	Euroopan arvopaperimarkkinavalvojien komitea
CGFS	Committee on the Global Financial System	Kansainvälisen järjestelypankin (BIS) yhteydessä toimiva kansainvälisen rahoitusjärjestelmän komitea
CISA	Conference of Insurance Supervisory Authorities	Euroopan vakuutusvalvontaviranomaisten yhteistyöelin
CLICK		OM Technologyn johdannaisten kaupankäyntijärjestelmä
CLS	Continuous Linked Settlement	jatkuva linkitetty katteensiirto; CLS-järjestelmä poistaa maksuihin liittyvän toimitusriskin
COGEPS	Contact Group on Euro Payments Strategy	eurojärjestelmän ja markkinaosapuolten maksujärjestelmäalueen yhteistyöryhmä
COGESI	Contact Group on Euro Securities Infrastructure	eurojärjestelmän ja markkinaosapuolten arvopaperialueen yhteistyöryhmä
CPSS	Committee on Payment and Settlement System	Kansainvälisen järjestelypankin (BIS) yhteydessä toimiva maksu- ja selvitysjärjestelmäkomitea
EACH	European Association of Central Counterparty Clearing Houses	Euroopan keskusvastapuoliclearingyhteisöjen (selvitystalojen) liitto
EBA	Euro Banking Association	euromaksuja välittävien pankkien yhteenliittymä
EBC	European Banking Committee	Euroopan pankkikomitea
EBF	European Banking Federation	Euroopan pankkiyhdistysten liitto
EC	European Community	Euroopan yhteisö (EY)
Ecofin	ECOFIN	talous- ja valtiovarainministerien kokoonpanossa kokoontuva EU:n neuvosto

Lyhenne	Englanninkielinen termi	Suomenkielinen termi tai termin selitys
ECSDA	European Central Securities Depositories Association	Euroopan arvopaperikeskusten liitto
Ecu	European Currency Unit	valuuttakori, joka lasketaan tiettyjen EU:n valuuttojen painotettuna keskiarvona
EDX London		OMHEXin ja LSE:n omistama johdannaispörssi
EEA	European Economic Area	Euroopan talousalue
EEC	European Economic Community	Euroopan talousyhteisö (ETY)
EFC	Economic and Financial Committee	talous- ja rahoituskomitea (EU)
EIOPC	European Insurance and Occupational Pensions Committee	Euroopan vakuutus- ja työeläkekomitea
EKP		Euroopan keskuspankki
EKPJ		Euroopan keskuspankkijärjestelmä
EMI	European Monetary Institute	Euroopan rahapoliittinen instituutti, EKP:n edeltäjä
EMS	European Monetary System	Euroopan valuuttajärjestelmä
EMU	Economic and Monetary Union	talous- ja rahaliitto
Eonia	euro overnight index average	eoniakorko; pankkien välisiin, transaktioihin perustuvien euromääräisten yön yli -markkinoiden korko
EPC	European Payments Council	eurooppalaisten pankkien ja pankkijärjestöjen yhteistyöelin
ePSO	e-Payment Systems Observatory	EKP:n ylläpitämä Internet-sivusto, johon kootaan tietoja elektronisista maksutavoista ja mobiilimaksuratkaisuista
ESC	European Securities Committee	Euroopan arvopaperikomitea
ETA	EEA	Euroopan talousalue
ETY		Euroopan talousyhteisö (ETY)
EU	European Union	Euroopan unioni
EU-12		Euroopan talous- ja rahaliittoon kuuluvat maat (Alankomaat, Belgia, Espanja, Irlanti, Italia, Itävalta, Kreikka, Luxemburg, Portugali, Ranska, Saksa, Suomi)
EU-15		Euroopan unioniin ennen vuoden 2004 laajenemista kuuluneet maat (Alankomaat, Belgia, Espanja, Irlanti, Iso-Britannia, Italia, Itävalta, Kreikka, Luxemburg, Portugali, Ranska, Ruotsi, Saksa, Suomi, Tanska)
Euribor	euro interbank offered rate	parhaiksi luokiteltujen suurten pankkien toisilleen antamien euromääräisten luottojen korko
EURO 1		EBAn ylläpitämä suurten maksujen järjestelmä
EY		Euroopan yhteisö
FATF	Financial Action Task Force on Money Laundering	kansainvälinen rahanpesun ja terrorismin rahoituksen vastainen työryhmä
FCC	Financial Conglomerates Committee	finanssiryhmittymien sääntelykomitea (EU)
FED	Federal Reserve Bank	Yhdysvaltain keskuspankki
FESCO	Forum of European Securities Commissions	ETA-maiden arvopaperimarkkinavalvojien yhteistyöfoorumi
FESE	Federation of European Stock Exchanges	Euroopan pörssien yhdistys
FSAP	Financial Services Action Plan	rahoituspalvelujen toimintasuunnitelma (Euroopan komissio)
FSAP (IMF)	Financial Sector Assessment Program	Kansainvälisen valuuttarahaston ja Maailmanpankin rahoitusjärjestelmän arviointiohjelma
FSC	Financial Services Committee	rahoituspalvelujen komitea
FSF	Financial Stability Forum	rahoitusjärjestelmän vakautta edistävä foorumi
FSPG	Financial Services Policy Group	rahoituspalvelujen työryhmä

Lyhenne	Englanninkielinen termi	Suomenkielinen termi tai termin selitys
G7	Group of 7	Iso-Britannia, Italia, Japani, Kanada, Ranska, Saksa, Yhdysvallat
G10	Group of 10	Alankomaat, Belgia, Iso-Britannia, Italia, Japani, Kanada, Ranska, Ruotsi, Saksa, Yhdysvallat
G20	Group of 20	kahdenkymmenen pankin yhteistyöryhmä, johon kuuluu useita pankkeja samasta maasta. (Alankomaat, Iso-Britannia, Japani, Kanada, Ranska, Saksa, Sveitsi, Yhdysvallat)
G30	Group of 30	yli 30 maasta (ml. Suomi) raportoiva ryhmittymä
GdC	Croupe de Contact	ETA-maiden pankkivalvojien yhteistyöelin, joka edistää pankkivalvojien välistä yhteistyötä ja tietovaihtoa
HEXIM	HEX Integrated Markets	OMHEXin liiketoimintayksikkö (1.9.2004 alkaen liiketoimintayksikön nimi on OMX Exchanges)
HLSSC	High Level Securities Supervisors Committee	arvopaperivalvojien korkean tason komitea
IAIS	International Association of Insurance Supervisors	kansainvälinen vakuutusvalvojien järjestö
IAS	International Accounting Standards	kansainväliset tilinpäätösstandardit
IBAN	International Bank Account Number	kansainvälinen tilinumero
IC	Insurance Committee	vakuutuskomitea (EU)
ICBS	International Conference of Banking Supervisors	kansainvälinen pankkivalvojien konferenssi
IFRS	International Financial Reporting Standards	kansainväliset tilinpäätösstandardit
ILO	International Labour Organization	Kansainvälinen työjärjestö
IMF	International Monetary Fund	Kansainvälinen valuuttarahasto
IOSCO	International Organization of Securities Commissions	kansainvälinen arvopaperimarkkinoita valvovien viranomaisten yhteistyöjärjestö
IRC	International Relations Committee	Kansainvälisten suhteiden komitea (EKP)
ISD	Investment Services Directive	sijoituspalveludirektiivi
ISO	International Organization for Standardization	kansainvälinen standardisoimisjärjestö
ISSA	International Securities Services Association	arvopaperisäilyttäjien kansainvälinen yhteistyöjärjestö
LCH	London Clearing House	Lontoon selvityskeskus
LEC	Linked Exchange Clearing	johdannaiskaupan selvitysyhteistyö Tukholman, Kööpenhaminan ja Oslon pörssien välillä
LSE	London Stock Exchange	Lontoon pörssi
MTG	Mixed Technical Group	asiantuntijaryhmä finanssiryhmittymien sääntelyssä
NCSD	Nordic CSD	pohjoismainen arvopaperikeskus
NOREX		pohjoismainen yhteiseen kaupankäyntijärjestelmään perustuva pörssiyhteistyö
OECD	Organization for Economic Co-operation and Development	taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestö
OMHEX		ruotsalais-suomalainen pörssikonserni (1.9.2004 alkaen konsernin nimi on OMX)
PEACH	Pan-European Automated Clearing House	Euroopan laajuinen selvityskeskus
PEDD	Pan-European Direct Debit	Euroopan laajuinen suoraveloitus
PMJ		pankkien välinen maksuliikennejärjestelmä Suomessa
PSGEG	Payment Systems Government Expert Group	Euroopan komission maksujärjestelmäalueen yhteistyöryhmä (keskittyy lähinnä lakiasioihin)
PSMG	Payment Systems Market Group	Euroopan komission maksujärjestelmäasioita käsittelevä yhteistyöryhmä

Lyhenne	Englanninkielinen termi	Suomenkielinen termi tai termin selitys
PSSC	Payment and Settlement Systems Committee	EKPJ:n maksu- ja selvitysjärjestelmä-komitea
PVP	Payment versus Payment	maksu maksua vastaan; esim. valuutta-kauppojen katteensiirtojärjestelmä, joka varmistaa varojen lopullisen siirron vain ja ainoastaan, mikäli vastapuolen lopullinen siirto tapahtuu samanaikaisesti
RATA		Rahoitustarkastus
RCAP	Risk Capital Action Plan	riskipääomaa koskeva toiminta-suunnitelma (EU)
ROSC	Report on Observance of Standards and Codes	rahoitussektorin kansainvälisten standar-dien ja sääntöjen noudattamista koskeva ns. ROSC-raportti
RTGS	Real-Time Gross Settlement System	reaaliaikainen bruttomaksujärjestelmä
SAXESS		OM Technologyn kehittämä pörssien osakekaupankäyntijärjestelmä
SE	Societas Europaea	eurooppayhtiö
SECUR		OM Technologyn johdannaisten selvitys-järjestelmä
SEPA	Single Euro Payments Area	yhtenäinen euromaksualue
SPY	The Finnish Bankers' Association	Suomen Pankkiyhdistys
SSS	Securities Settlement Systems	arvopaperikaupan selvitysjärjestelmä
STEP	Short Term European Paper	suunnitelma harmonisoiduista EU-alueen rahamarkkinapapereista
STEP 1		EBAn ylläpitämä pienten maksujen järjes-telmä
STEP 2		EBAn ylläpitämä pienten maksujen järjes-telmä
SWG	Securities Working Group	EKPJ:n maksu- ja selvitysjärjestelmä-komitean arvopaperiasioita käsittelevä alatyöryhmä
SWIFT	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication	pankkien perustama tiedonsiirtojärjestö, joka ylläpitää pankkien välistä maailman-laajuista tiedonsiirtoverkkoa
TARGET	Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system	EU-maiden keskuspankkien yhteinen euromaksujen välitysjärjestelmä, joka toimii bruttoperiaatteella; TARGET yhdis-tää kansalliset RTGS-järjestelmät, joiden välillä maksut kulkevat ns. Interlinking-komponentin kautta
TARGET 2		TARGETin uusi, tekeillä oleva versio
UCITS	Undertakings for Collective Intrument in Transferable Securities	sijoitusrahastoja koskeva direktiivi
VM	Ministry of Finance	valtiovarainministeriö
VPC	Värdepapperscentralen	Ruotsin arvopaperikeskus
WATCH	Worldwide Automated Transaction Clearing House	maailmanlaajuinen automaattinen selvityskeskus
WFE	World Federation of Exchanges	arvopaperipörssien kansainvälinen yh-distys
WTO	World Trade Organization	Maailman kauppajärjestö
VVV	Insurance Supervisory Authority	Vakuutusvalvontavirasto

Suomen Pankin julkaisuja

Sarja A (ISSN 1238-1683, painetut julkaisut) (ISSN 1456-5943, verkkojulkaisut)

(Nrot 1–35: Suomen Pankin taloustieteellisen tutkimuslaitoksen julkaisuja, ”Taloudellisia Selvityksiä”, artikkelikokoelmia vuosilta 1942–1972, suomeksi ja ruotsiksi, ISSN 0081-9476; nrot 36–92: Suomen Pankin julkaisuja, eri kielillä, ISSN 0355-6034

A:93 Jarmo Kariluoto **Suomen maksutase. Laadintamenetelmät, tiedonhankinta ja vuosien 1975–92 aikasarjat**. 1995. 221 s. ISBN 951-686-456-2. Englanninkielinen laitos A:98.

A:94 Juhani Laurila **Finnish-Soviet Clearing Trade and Payment System: History and Lessons**. 1995. 144 s. ISBN 951-686-469-4.

A:95 Jouko Rautava (toim.) **Russia's Financial Markets and the Banking Sector in Transition**. Kokoomateos. 1996. 201 s. Suomenkielinen tiivistelmä. ISBN 951-686-489-9.

A:96 Paavo Peisa (toim.) **Euro – yhteinen raha**. Kokoomateos. 1996. 162 s. Englanninkieliset tiivistelmät. ISBN 951-686-499-6.

A:97 Juhani Hirvonen – Matti Virén **Käteisrahan käyttö suomalaisissa yrityksissä**. 1996. 78 s. ISBN 951-686-510-0.

A:98 Jarmo Kariluoto **Finland's Balance of Payments. Compilation methods, sources of information and the time series for 1975 to 1992**. 1996. 182 s. ISBN 951-686-522-4. Suomenkielinen laitos A:93.

A:99 Markku Malkamäki (toim.) **Suomen rahoitusmarkkinat 1996**. Kokoomateos. 1996. 196 s. ISBN 951-686-524-0.

A:100 Harry Leinonen – Veikko Saarinen **Suomalaiset maksujärjestelmäriskit ja niiden sääntely- ja valvontatarpeet**. 1998. 89 s. ISBN 951-686-565-8. Englanninkielinen laitos A:101.

A:101 Harry Leinonen – Veikko Saarinen **Payment system risks in Finland and the need for regulation and supervision**. 1998. 89 s. ISBN 951-686-577-1. Suomenkielinen laitos A:100.

A:102 Heikki Koskenkylä (toim.) **Suomen rahoitusmarkkinat 2002** (Finnish financial markets 2002). Kokoomateos. 2002. 357 s. ISBN 952-462-023-5, painettu julkaisu; ISBN 952-462-024-3, verkkojulkaisu. Englanninkielinen laitos – A:105.

A:103 Timo Iivarinen – Harry Leinonen – Matti Lukka – Veikko Saarinen **Maksujärjestelmäriskien sääntely ja hallinta – suomalainen näkökulma** (Regulation and control of payment system risks – a Finnish perpective). 2003. 136 s. ISBN 952-462-053-7, painettu julkaisu; ISBN 952-462-054-5, verkkojulkaisu. Englanninkielinen laitos – A:106.

A:104 Katja Taipalus – Kari Korhonen – Pertti Pylkkönen **Arvopaperistaminen** (Securitisation). 2003. 180 s. ISBN 952-462-067-7, painettu julkaisu; ISBN 952-462-068-5, verkkojulkaisu.

A:105 Heikki Koskenkylä (ed.) **Finnish financial markets 2002** (Suomen rahoitusmarkkinat 2002). Kokoomateos. 2003. 360 s. ISBN 952-462-090-1, painettu julkaisu; ISBN 952-462-091-X, verkkojulkaisu. Suomenkielinen laitos – A:102.

A:106 Timo Iivarinen – Harry Leinonen – Matti Lukka – Veikko Sarinen **Regulation and control of payment system risks – a Finnish perspective** (Maksujärjestelmäriskien sääntely ja hallinta – suomalainen näkökulma). 2003. 135 s. ISBN 952-462-104-5, painettu julkaisu; ISBN 952-462-105-3, verkkojulkaisu. Suomenkielinen laitos – A:103.

A:107 Heikki Koskenkylä (toim.) **Rahoitusmarkkinoiden integraatio** (Financial integration). Kokoomateos. 2004. 233 s. ISBN 952-462-142-8, painettu julkaisu; ISBN 952-462-143-6, verkkojulkaisu.

A:107 Heikki Koskenkylä (toim.) **Rahoitusmarkkinoiden integraatio** (Financial integration). Kokoomateos. 2004. 233 s. ISBN 952-462-162-2, painettu julkaisu; ISBN 952-462-163-0, verkkojulkaisu. Toinen, tarkistettu painos.

Suomen Pankki
PL 160, 00101 HELSINKI
Puhelin: 010 8311, faksi: (09) 174 872, sähköposti: publications@bof.fi

A-sarjan tilaus tai jakelun muutosilmoitus

Vanhat yhteystiedot
Yritys
Nimi
Osoite
Uudet yhteystiedot
Yritys
Nimi
Osoite
Uusi tilaus ◯ Peruutus ◯ Kpl

SUOMEN PANKKI

PL 160
00101 HELSINKI

Leikkaa
taita
nido
postita

ISBN 952-462-162-2
ISSN 1238-1683

Vammalan Kirjapaino Oy
Vammala 2004