



EURO & TALOUS

SUOMEN PANKIN AJANKOHTAISIA ARTIKKELEITA TALOUDESTA

Sisältö

Eurooppalaisen arvopaperiselvityksen kehityssuuntia

3



ANALYYSI

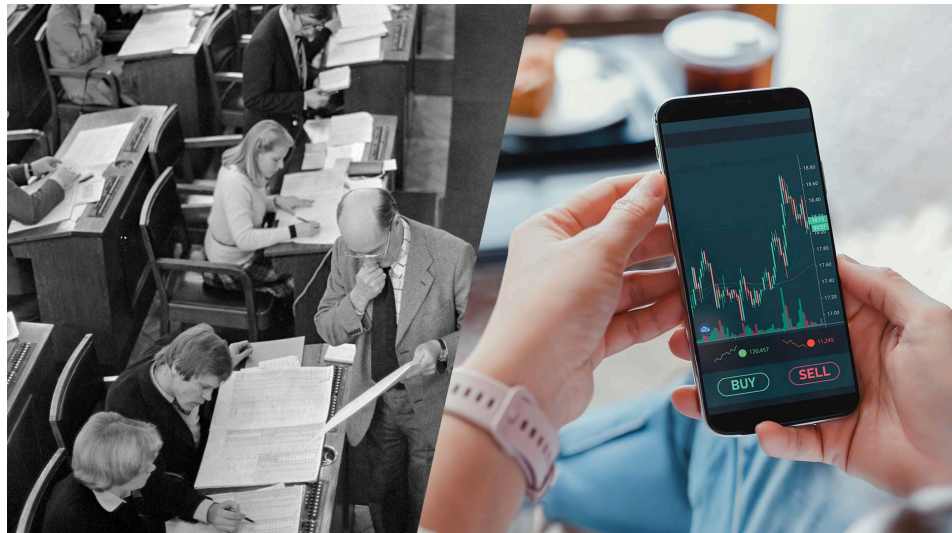
Eurooppalaisen arvopaperiselvityksen kehityssuuntia

Tänään – Analyysi – Raha ja maksaminen



Esa Nurkka
Vanhempi ekonomisti

Toukokuussa 2024 Yhdysvaltain arvopaperimarkkinoilla siirryttiin T+1-selvitysaikatauluun. Raha ja kaupan kohde vaihtavat omistajaa kaupantekoa seuraavana päivänä. Euroopassa siirrymme nyt käytössä olevasta T+2-selvityksestä T+1:een lokakuussa 2027. Toimitusrytmin nopeuttaminen 2020-luvun digitaloudessa tuntuu itsestään selvältä kehityksen suunnalta, mutta kyseessä on itse asiassa paluu entiseen. Kaupantekoa seuraavana päivänä tapahtuva selvitys oli käytössä jo 1920-luvulla Wall Streetin pörssissä.



Kuvat: Harri Ahola / Helsingin kaupunginmuseo ja Adobe Stock.

Miksi arvopapereiden toimitus sykliä on hidastettu ja nopeutettu

Sujuvasti toimivaa järjestelmää ei ole tapana lähteä turhaan korjaamaan. Muutoksen tarpeelle voi olla hyvinkin ilmeiset ja aukottomat perustelut, mutta muutoksen toteuttaminen vaatii usein katalyytikseen kriisin. Näin on ollut myös arvopaperikaupassa. Sekä toimitus syklin hidastamiset että nopeuttamiset ovat monesti olleet reagoitua kriisiin.

Pörssikauppojen selvitys hoidettiin sata vuotta sitten maailman johtavassa pörssissä Wall Streetillä T+1-syklillä. Iloisen 1920-luvun pörssi buumi jyrkkine nousuineen ja vuoden 1929 romahduksineen kasvatti pörssikaupan volyymin moninkertaiseksi, ja ilman tietotekniikan apua toiminut kauppojen selvitys järjestelmä ruuhkautui. Niinpä selvitysaikataulua jouduttiin hidastamaan. Globaaliksi standardiksi vakiintui aikojen saatossa T+5.

Lokakuun 1987 pörssiromahduksen (Black Monday) jälkiselvittelyissä pääteltiin, että hidas T+5-selvityssykli oli osaltaan pahentanut Yhdysvaltain markkinoilta liikkeelle lähtenyt globaalia romahdusta. Nopeiden ja voimakkaiden kurssiheilahtelujen takia varsinkin päivän sisäistä kauppaa käyvien sijoittajien kauppojen vakuusvaateen arviointi oli lähes mahdotonta. Seurauksena oli kurssilaskua entisestään kiihdyttäen positoiden pakkorealisoitajia ja lopulta täydellinen kaaos. Lyhyempi selvitysaika olisi helpottanut tilanteen hallintaa.

Pörssikaupan siirryttyä sähköisiin kaupankäyntijärjestelmiin ja paperille painettujen arvopapereiden muututtua sähköisiksi arvo-osuuksiksi oli arvopaperikaupan selvityssykin nopeuttaminen teknologian puolesta mahdollista. 1990-luvun aikana globaaliksi standardiksi vakiintui T+3. Euroopassa siirtymä sai loppusilauksen vuonna 2000, kun Pariisiin ja Lontoon pörssit siirtyivät T+3-selvitysaikatauluun.

Vuosituhanne vaihteen jälkeen globalisaation ja uusien sijoitustuotteiden kehittymisen myötä sijoitusmarkkinat kukoistivat, kunnes Yhdysvaltain asuntomarkkinoilta alkunsa saanut lokakuun 2008 kriisi muistutti sijoittajia riskien huomioimisen tärkeydestä. Seuraavan askelen selvitysrytmin kiihdyttämisessä otti lopulta EU, joka siirtyi arvopaperikeskusten toimintaa säätelevän CSDR-regulaation^[1] käyttöön ottamisen yhteydessä T+2-selvitykseen vuonna 2014. Yhdysvalloissa reagoitiin Euroopan liikkeeseen viiveellä ja T+2-selvitykseen siirryttiin kolme vuotta myöhemmin vuonna 2017.

Seuraava askel oli luonnollisesti paluu T+1-selvitykseen. Tällä kertaa oli Yhdysvaltain vuoro olla aloitteellinen, ja muutoksen sysäsi liikkeelle pienimuotoinen finanssikriisi. COVID-19 pysäytti maailman menon keväällä 2020, ja seuraavana talvena otsikoihin nousivat koronakaranteenissa kärvistelleen nuorison masinoimat Wall Street Bets -meemikaupat.

Korona-avustuksiaan osakkeisiin sijoittaneet teinit kanavoivat joukkovoimansa

1. CSDR, The Central Securities Depositories Regulation.

yksittäisiin kohteisiin, kuten pelikauppa GameStopin tai elokuvateatteriketju AMC:n osakkeisiin. Yhtiöiden tilinpäätöksiä ja tulevaisuudennäkymiä perusteellisesti analysoineet hedge fund -sijoittajat olivat aiemmin myyneet näiden vararikon partaalla olleiden yhtiöiden osakkeita lyhyeksi.

Nettifoorumien kautta mobilisoitu sijoitusvolyyymi oli niin suuri, että ”meemiosakkeiden” kurssit nousivat päivästä toiseen. Lyhyeksi myytyjen positioiden vakuusvaatimusten noususta seurannut lyhyeksimyntipositioden pakkosulkeminen ajoi kurseja entistä korkeammalle, tästä ilmiöstä käytetään nimitystä ”short squeeze”^[2]. Mobiilisovelluksilla pörssikauppaa erityisesti Robin Hood -palvelun kautta käyneen nuorison sijoitusvoiman aliarvioimisesta koitui joillekin perinteiseen fundamenttianalyysiin luottaneille sijoittajille miljardien dollarien tappiot.

Sen sijaan että Wall Street Betsin kaltaista markkinahäiriötä olisi lähdetty korjaamaan suitsimalla kaupankäyntiä, Yhdysvalloissa pörssikauppojen selvittämisestä vastaava DTCC:n^[3] ratkaisu oli järjestelmän päivittäminen millenniaalien ja Z-sukupolven edustajien kaupankäyntityylin kestäväksi.

Niinpä DTCC julkaisi jo helmikuussa 2021 raportin, jossa esitettiin Yhdysvaltain markkinan siirtymistä T+1-selvitysaikatauluun. Nopeampi selvityssykli tehostaisi markkinan toimintaa alentamalla vakuusvaatimuksia, ja samalla lyhyeksi myymiseen liittyvien riskien valvonta helpottuisi. Pohjois-Amerikassa siirryttiinkin T+1-selvitykseen toukokuussa 2024, ja siirtymä sujui ilman merkittäviä ongelmia. Eurooppa seuraa perässä kolme vuotta myöhemmin, lokakuussa 2027.

Arvopaperikaupan toimitussyklin lyhentäminen T+1:een ja joskus tulevina vuosina T+0:aan on markkinan luonnollista kehitystä. Pidemmästä toimitussyklistä ei ole markkinoiden toiminnan kannalta hyötyä, kun taas lyhyempi toimitussykli vähentää transaktioiden riskiä ja pienentää kuluja. Tehokkaammat markkinat ovat kaikkien etu.

Junckerin CMU:sta Draghin SIU:hun

Euroopan unionin jäsenvaltioiden vuonna 1992 allekirjoittamaan Maastrichtin sopimukseen sisältyi suunnitelma talous- ja rahaliitosta. Euroopan keskuspankin perustaminen vuonna 1999 ja yhteisvaluutta euron käyttöönotto vuonna 2002 ovat esimerkkejä Maastrichtin sopimuksen käytännön toteutuksesta. Koska talous- ja rahaliiton edistämiseen liittyvä päätöksenteko on ollut EU:ssa työlästä, tilattiin vuonna 2014 Jean-Claude Junckerilta ja vuonna 2024 Mario Draghilta Euroopan talouden tilaa ja tulevaisuudennäkymiä selventävät raportit.^[4]

Euroopan komission puheenjohtaja Jean-Claude Juncker esitti vuonna 2014 suunnitelman Euroopan pääomamarkkinaunioni CMU:n^[5] luomisesta. Junckerin suunnitelmaa EU:n sisäisten pääomavirtojen liikkumisen sujuvoittamiseksi pidettiin

2. Short squeeze - Wikipedia.

3. DTCC, The Depository Trust & Clearing Corporation.

4. Euroopan pääomamarkkinoita kehitettävä investointien ja kasvun tueksi – Euro & talous.

5. CMU, Capital Markets Union.

yleisesti järkevänä, mutta vain pieni osa Junckerin esittämistä toimenpiteistä saatiin toteutettua.

Junckerin esitellessä suunnitelmiaan Euroopassa oli juuri siirrytty pörssikauppojen selvityssyklissä T+2:een ja elettiin nollakorkojen maailmassa. Samaan aikaan Yhdysvalloissa nousi sijoitusmarkkinoiden kuumaksi puheenaiheeksi neljä nopeasti kasvavaa internetjättiä, Google, Apple, Facebook ja Amazon, ns. GAFa. Junckerin huolta Euroopan kilpailukyvyistä ei otettu vakavasti, mitä kymmenen vuotta myöhemmin voidaan jälkiviisaudella pitää virheenä. Yhdysvalloissa toimivat teknologiajätit, kuten Apple, Microsoft, Nvidia, Amazon ja Alphabet, miehittävät edelleen maailman suurimpien yhtiöiden listan kärkipaikat, mutta etumatka suurimpiin eurooppalaisiin yhtiöihin on revennyt kymmenen vuoden aikana moninkertaiseksi.

EKP:n pääjohtajana vuodet 2011–2019 toimineelle Mario Draghille annettiin kymmen vuotta Junckerin raportin jälkeen tehtäväksi luoda uusi Euroopan kilpailukyvyyn parantamiseen tähtäävä suunnitelma. Syyskuussa 2024 julkaistussa Draghin raportissa esitetyn SIU-suunnitelman^[6] henki myötäili Junckerin ajatuksia. Euroopan kilpailukyvyyn parantaminen vaatii jäsenvaltioilta yhtenäistä toimintaa, muuten jäämme entistä pahemmin jälkeen Yhdysvalloista.

Euroopan sisäisten markkinoiden tehostaminen edellyttää EU-maiden kansallisen lainsäädännön yhteensovittamista. Asian tärkeydestä ollaan laajalti yhtä mieltä, mutta harmonisointi ei ole helppoa. Esimerkiksi konkurssimenettelyä tai sijoitusten verokohtelua koskevat kansalliset lainsäädännöt ovat monissa EU:n jäsenvaltioissa niin sensitiivisiä asioita, että pyrkimykset niiden muuttamiseen törmäävät usein poliittiseen vastustukseen. Helpot harmonisointipäätökset on jo tehty. Jäljellä on vain vaikeita ja vielä vaikeampia päätöksiä.

Draghi esittää myös finanssialan toimijoiden valvonnan keskittämistä entistä suuremman määrän Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaiselle ESMA:lle^[7] Pariisiin. Perusteluna on Yhdysvalloissa käytetty yhden regulaattorin malli, jossa SEC^[8] vastaa kaikesta valvonnasta. Valvontavastuun suurempi keskittäminen kansallisilta valvojilta Pariisiin tai vaikka Frankfurtiin vaatisi kuitenkin EU:n jäsenvaltioilta yksituumaisuutta, jonka saavuttaminen kansallisten intressien ristipaineessa olisi erittäin haasteellista.

Draghin mukaan liiallinen riippuvuus pankkirahoituksesta on rajoittanut eurooppalaisten yritysten kasvumahdollisuuksia. Nopeasti kasvavilta yrityksiltä ei yleensä löydy pankkien rahoitukselleen vaatimia reaalivakuuksia. Niinpä Draghi esitti suunnitelmassaan toimenpiteitä, joilla kannustettaisiin riskiä karttavia EU-kansalaisia siirtämään pankkitileillä makaavia säästöjään osakesijoituksiin. Näin kasvuyrityksillä olisi parempi mahdollisuus saada oman pääoman ehtoista rahoitusta Euroopasta.

Pyrkimykset yksityishenkilöiden sijoitusinnostuksen lisäämiseen erityisesti verolainsäädäntöä kehittämällä ovat saaneet kannatusta. Etenkin finanssialan palveluita tarjoavien yritysten näkökulmasta veroporkkanoiden tarjoaminen arvopaperikaupan

6. SIU, Savings and Investments Union.

7. ESMA, The European Securities and Markets Authority.

8. SEC, The US Securities and Exchange Commission.

volyymin ja hoidettavan varallisuuden määrän kasvattamiseen on hyvä ajatus. Kansalaisten sijoitusaktiivisuuden lisääminen ja talousymmärryksen kohentaminen ovat toki myös kansalaisten oma etu. Eurooppalaisilla verissä oleva kategorinen riskin karttaminen on johtanut myös vaurastumisen karttamiseen.

SIU ja Euroopan post-trade-markkinat

Euroopan finanssimarkkinoiden sirpaloituminen ei ole uusi huolenaihe. Kansallisessa omistuksessa olleiden pörssien ja arvopaperikeskusten konsolidointi lähti Euroopassa liikkeelle vuosituhannen vaihteessa, kun Euroopan kilpailukyvyyn jääminen jälkeen Yhdysvalloista nousi vanhan mantereen finanssipiirien yhteiseksi huolenaiheeksi. Ranskan, Belgian ja Alankomaiden pörssit yhdistyivät Euronext-nimen alle vuonna 2000. Vuotta myöhemmin Brysselissä toiminut Euroclear Bank sekä Ranskan, Belgian ja Alankomaiden arvopaperikeskukset muodostivat Euroclear Groupin.

EU:n kilpailuviranomaisten uskottiin asettavan rajoituksia markkinapaikkojen, keskusvastapuolten ja arvopaperikeskusten muodostamille vertikaalisille arvoketjuille. Tästä syystä esimerkiksi Euronextin omistama Pariisin pörssin keskusvastapuolipalvelu Clearnet myytiin brittiläiselle LCH:lle (London Clearing House) ja Pariisin arvopaperikeskus Sicovam päätyi osaksi Euroclearia. Eurooppaan syntyi vahvoja horisontaalisia blokkeja.

Vuosia myöhemmin nähtiin, että EU ei sittenkään rajoittanut finanssialan vertikaalien toimintaa. Lontoon pörssi LSE osti enemmistön LCH.Clearnet keskusvastapuoli -yhtiöstä vuonna 2012, ja Euronext on viime vuosina laajentunut yritysostoilla sekä horisontaalisesti ympäri Eurooppa että vertikaalisesti arvopaperikaupan arvoketjuissa.

Mario Draghin mukaan Euroopan fragmentoituneet post-trade-markkinat ovat tehottomia, ja Euroopan olisi syytä kopioida Yhdysvalloissa hyvin toimiva yhden arvopaperikauppojen selvitysketjun malli myös Eurooppaan. Yhdysvalloissa pankkien omistama DTCC on financial market utility -periaatteella^[9] toimiva voitto tavoittelematon palveluyhtiö, joka tarjoaa kaikki keskusvastapuolipalvelut ja arvopaperikeskuspalvelut Yhdysvaltain markkinoilla. DTCC selvittää päivittäin yli 200 miljoonaa transaktiota. Euroopassa toimii yli 20 keskusvastapuolta (central clearing counterparty, CCP) ja yli 20 arvopaperikeskusta (central securities depository, CSD), joten Draghin huoli sirpaloituneiden markkinoiden tehottomuudesta on ymmärrettävä.

Euroclear Group näkee markkinoiden fragmentoitumisen eri tavalla kuin Draghi raportissaan. Euroclearin syyskuussa 2024 julkaiseman White Paperin^[10] mukaan kolme johtavaa CSD-taloa (Euroclear, Euronext ja Deutsche Börsen omistama Clearsteam) hoitavat 96 % arvopaperikauppojen selvityksistä EU:n alueella. Kyseessä ei siis olisi fragmentoituneet markkinat vaan oligopoli, jonka kolmen jäsenen omistamat kansalliset arvopaperikeskukset ovat perinteisesti vastanneet yksin oman kotimaansa arvopaperikeskuspalveluista. Kansallisten arvopaperikeskusten lisäksi EU:ssa toimii kaksi kansainvälistä arvopaperikeskusta (International Central Securities Depository,

9. Ks. https://www.federalreserve.gov/paymentsystems/designated_fm_u_about.htm.

10. Unlocking scale and competitiveness in Europe's market – Euroclear.

ICSD), Euroclear Bank ja Clearstream Banking.

Euroopan johtavista arvopaperikaupan toimijoista Euronext liputtaa tällä hetkellä vahvasti markkinoiden konsolidoimisen puolesta, ja yhtiö onkin perustellut aggressiivisia yritysostojaan ja markkinaosuuksien valtaamista halulla edistää Draghin toivomaa konsolidaatiota. Vuosien 2018–2021 aikana Euronext osti Norjan, Irlannin ja Italian pörssit sekä Norjan, Italian ja Tanskan arvopaperikeskukset. Euronext on edelleen julistanut avoimesti olevansa kiinnostunut yritysostoista, ja kiinnostuksen kohteita ovat olleet ainakin Espanjassa toimiva BME, Euroclear ja Nasdaq Nordic.

Euronextin strategiaan on kuulunut myös aktiivinen kilpailukenttään vaikuttaminen. Yhtiön pääjohtaja Stephan Boujnah'n mukaan Euronextin vuosien 2016–2017 suurin onnistuminen oli Deutsche Börsen ja London Stock Exchangin fuusiohankkeen kaataminen^[11]. Myös Deutsche Börsen toiveet eurobondien selvittämisen siirtämisestä Lontoosta Frankfurtiin törmäävät vielä viisi vuotta brexitin jälkeenkin ranskalaisen finanssialan yksituumaiseen vastustukseen^[12]. Vaikka Ranskan talouselämä on liputtanut Draghin SIU:n tavoitteiden puolesta, näyttää EU:n yhteisten tavoitteiden eteen työskenteleminen jäävän välillä kansallisten intressien jalkoihin.

Euroopan johtavat selvityspalveluita tarjoavat yhtiöt, kuten Deutsche Börse, Euroclear ja Euronext, ovat kaikki hyvin kannattavia voittoa tavoittelevia yhtiöitä, ja niiden lisäksi markkinoilla on pienempiä kansallisesti omistettuja toimijoita. On vaikea nähdä, miten nykytilanteesta siirryttäisiin Draghin raportissa esitettyyn yhden toimijan malliin.

Ehkä tehokkaampi markkinainfrastruktuuri voisi syntyä kilpailun kautta. Euronext on ilmoittanut tuovansa syyskuussa 2026 Euronext Securitiesin Italian arvopaperikeskuksen palvelut Pariisiin, Brysselin ja Amsterdamin pörsseissä toteutetuille kaupoille^[13]. Pariisiin, Brysselin ja Amsterdamin arvopaperikeskuksia operoiva Euroclear vastasi Euronextin esittämään haasteeseen muistuttamalla asiakkailleen, että heillä on oikeus itse valita, minkä arvopaperikeskuksen selvityspalveluita he käyttävät.^[14] Ehkä Euroopan arvopaperikeskusten markkinat ovat muuttamassa muotoaan kilpailun kautta.

Suomi, Pohjoismaat ja Eurooppa

Nasdaq osti Tukholman, Helsingin ja Kööpenhaminan pörssit vuonna 2007, ja vuotta myöhemmin Euroclear osti Tukholman ja Helsingin arvopaperikeskukset. Näiden kauppojen jälkeen Oslon pörssi ja arvopaperikeskus ja Kööpenhaminan arvopaperikeskus jäivät kansalliseen omistukseen,

Kymmenen vuoden hiljaiselon jälkeen FMI-kentällä alkoi tapahtua. Pitkän väännön jälkeen Euronext sai vuonna 2018 ostettua Oslon pörssin ja arvopaperikeskuksen, ja Nasdaq Nordic jäi tarjouskilpailussa toiseksi. Lopulta Euronext osti myös

11. EURONEXT: A European success story 2000-2014-2025 - Amazon.com.

12. France backs UK as banking mecca, denying Germany win in Brexit surprise – POLITICO.

13. Euronext announces CSD volume takeover in France, Belgium, the Netherlands | PostTrade 360°.

14. Euroclear urges clients to stay against Euronext CSD launch for FR, BE, NL | PostTrade 360°.

Kööpenhaminan arvopaperikeskuksen, ja näin pohjoismaiden pörssit ja arvopaperikeskukset keskittyivät kolmelle toimijalle (taulukko 1).

Taulukko 1.

Pörssit ja arvopaperikeskukset Pohjoismaissa				
	Suomi	Ruotsi	Tanska	Norja
Pörssi (listaus, kaupankäynti)				
Arvopaperikeskus (selvitys ja säilytys)				

Tammikuussa 2025 Suomen ja Ruotsin arvopaperikeskukset ilmoittivat lisäävänsä yhteistyötä. Suomen Euroclearia pitkään johtanut Hanna Vainio nimitettiin myös Euroclear Swedenin toimitusjohtajaksi^[15]. Euroclear Finland on vuosien ajan uudistanut järjestelmiään ja prosessejaan vastaamaan eurooppalaisen selvitysmarkkinan vaatimuksia, ja nyt tarkoituksena on viedä vastaavanlainen uudistushanke läpi Ruotsissa hyödyntäen Suomen järjestelmää, oppeja ja osaamista. Tanskassa ja Norjassa arvopaperikeskuksia pyörittävä Euronext puolestaan kehittää Tanskassa eurooppalaista CSD-alustaa, jonka pitäisi valmistua kaikkien Euronextin arvopaperikeskusten (Italia, Portugali, Norja ja Tanska) käyttöön tulevaisuudessa^[16].

Suomi samoin kuin muut Pohjoismaat ovat integroitumassa osaksi euroalueen infrastruktuureita^[17], eikä Suomen pidä jäädä kehityksessä jälkeen. Yhteensopivuus euroalueen järjestelmien kanssa parantaa myös mahdollisuuksiamme saada kansainvälisiä toimijoita Suomen markkinalle ja hyötyä mahdollisesta kilpailusta. Saman aikaisesti pohjoismaisen yhteistyön ylläpitäminen ja tiivistäminen on ensiarvoisen tärkeää. Yhteinen arvopohja, maantiede ja linkittynyt talous ovat asioita, joita kansainvälisen geopolitiikan myrskytuulet eivät heiluttele.

Lopuksi

Yhdysvaltain ja tärkeimpien Aasian maiden siirryttyä T+1-selvitysaikatauluun ei Euroopalle jäänyt muuta vaihtoehtoa kuin seurata perässä. Epätahtinen selvitysaikataulu

15. Hanna Vainio Euroclear Swedenin toimitusjohtajaksi – Euroclear.

16. Euronext Innovate for Growth 2027 – CSD Deep dive.

17. Denmark joins T2 and TIPS to fully integrate Danish krone in Eurosystem's payment services, Sveriges Riksbank one step closer to joining all ECB TARGET Services, Norges Bank explores possibility of joining T2.

vaikuttaa eri valuutta-alueiden välisten transaktioiden selvittämistä ja siten heikentää Euroopan kilpailukykyä globaaleilla markkinoilla.

Euroopan komissio antoi helmikuussa 2025 Euroopan parlamentille ja neuvostolle sääntelyehdotuksen, jonka mukaan EU:n markkinoilla siirryttäisiin T+1-toimitussykliin lokakuun 11. päivänä vuonna 2027.

Elinkeinoministeri Wille Rydmanin 20.3.2025 allekirjoittamassa valtioneuvoston kirjelmässä eduskunnalle^[18] todetaan valtioneuvoston suhtautuvan myönteisesti siihen, että EU:ssa siirrytään T+1-toimitussykliin 11. lokakuuta 2027. Suomella on kaikki syyt sitoutua EU:n aikatauluun ja toimia niin, että siirtymä sujuu myös Suomen osalta ilman ongelmia. T+1 on myös valtioneuvoston mukaan järkevä ratkaisu, koska ”nopeampi toimitus hyödyttää EU:n pääomamarkkinoita ja sillä vähennetään eri lainkäyttöalueiden toimitusaikojen eroista johtuvia ongelmia ja kustannuksia”.

Valmistautumisaikaa on yli 2 vuotta, mutta aikataulu on silti haastava. Paljon on vielä automatisointia ja harmonisointia tehtävänä, ennen kuin Euroopan markkinoilla ollaan valmiita selvitysajan puolittamiseen. Suomen markkinoiden on hoidettava oma osansa.

Artikkelin kirjoittaja toimii vanhempana ekonomistina Suomen Pankin maksujärjestelmät-osaston yleisvalvontatoimistossa. Helsingin Arvopaperipörssi Osuuskunta myönsi kirjoittajalle kesäkuussa 1989 Arvopaperimeklarin valtakirjan ja valtuuden käydä kauppaa Helsingin Arvopaperipörssin Fabianinkadun pörssisalissa.

Avainsanat

harmonisointi, SIU (Savings and Investments Union), arvopaperiselvitys

18. Valtioneuvoston kirjelmä eduskunnalle komission ehdotuksesta arvopapereiden toimitussyklin lyhentämiseksi.