Analyysi

Giovannini-esteistä pääomamarkkinaunioniin

Rahoitusvakaus | 26.11.2019 | Kirsi Ripatti

KIRJOITTAJA



Kirsi Ripatti
Johtava neuvonantaja

Eurooppalaisen rahoituksen välityksen tehostamiseen ja monipuolistamiseen tähtäävä pääomamarkkinaunionihanke on yksi kuluneen syksyn Suomen EU-puheenjohtajuuskauden teemoja. Hanke ei ole uusi, mutta se on osoittautunut vaikeaksi toteuttaa. Yhtä toimivaa ratkaisua ei ole olemassa, vaan EU-tason sääntelyä on tuettava lukuisin kansallista päätöksentekoa edellyttävin toimin. Oheinen artikkeli avaa pääomamarkkinoita koskevaa keskustelua, joka on käynnistynyt jo Rooman sopimuksesta 1957.



Hajanaisesta ja tehottomasta toimintaympäristöstä kohti yhtenäistä pääomamarkkinaa

Yhtenä Euroopan talouskasvun hidasteena on nähty kehittymättömät pääomamarkkinat. Tässä selvityksessä kuvataan lyhyesti eurooppalaisen arvopaperimarkkinainfrastruktuurin kehitystä 2000-luvulla: pyrkimystä hajanaisesta ja tehottomasta toimintaympäristöstä kohti pääomamarkkinaunionin (PMU) tavoitteita. Tarkastelun pohjana on ns. Giovannini-raportin esiin nostamat esteet, ja lähteinä on käytetty pääasiassa Euroopan keskuspankin (EKP) ja Euroopan komission (KOM) julkisia dokumentteja.

Selvityksen tulemina on, ettei hajaannuksen ja tehottomuuden poistaminen ole yksinkertaista eikä nopeaa. Pelkkä EU-tason lainsäädännön muuttaminen ei riitä poistamaan markkinoilla vallitsevia esteitä. EKP:n johdolla toteutetut infrastruktuurihankkeet ovat osaltaan tukeneet Euroopan laajuisten pääomamarkkinoiden syntymistä. Suurin osa jo 20 vuotta sitten tunnistetuista esteistä on kuitenkin kansalliseen toimivaltaan kuuluvilla osa-alueilla, eikä niitä ole onnistuttu poistamaan. Selvää on, ettei yhtä ainoaa tietä ratkaisun saavuttamiseksi ole olemassa vaan tavoiteltava lopputulos tulee koostumaan monista pienemmistä tekijöistä ja yhteistyöstä.

Giovannini-raportit suunnannäyttäjinä pääomamarkkinoiden integraatiolle

Tehokkaat rahoitusmarkkinat edellyttävät hyvin toimivia kauppapaikkoja arvopapereille. Kun sopimus kaupasta osapuolten välille on syntynyt, käynnistyy selvitysprosessi (clearing), jonka lopputuloksena kauppa toteutuu, ja ostaja saa kaikki kaupan kohteeseen liittyvät oikeutensa ja myyjä rahansa (settlement). Arvopaperikauppojen selvitys- ja toimitusjärjestelyt ovat rahoitusjärjestelmän kulmakiviä, joihin sijoitustoiminnan tehokkuus ja luotettavuus pitkälti perustuu.

Vaikka jo Rooman sopimus 1957 linjasi pyrkimyksen pääoman vapaaseen liikkumiseen, niin vasta euron käyttöönoton myötä 1999 kiinnostus lisääntyi Euroopan Unionin (EU) kattavaan rahoitustoimintaan. Maiden välisten toimintojen tehottomuus ja kalleus korostui erityisesti pitkälti kansallisiin käytäntöihin ja järjestelmiin perustuvassa arvopapereiden selvityksessä ja toimituksessa. Kansallisesti toiminta oli jo varsin tehokasta, mutta maiden välillä, yli 30 eri järjestelmää käsittävässä toimintaympäristössä tehotonta. Eri tutkimukset osoittivat, että sijoittajan näkökulmasta maiden välinen osaketransaktion selvitys ja toimitus oli kahdesta kuuteen kertaa kalliimpaa kuin kotimaisen transaktion. Järjestelmänäkökulmasta katsottuna kotimaisen transaktion selvitys ja toimitus oli noin kahdeksan kertaa kalliimpaa EU:ssa verrattuna

Yhdysvaltoihin (DTCC)[1]. Tehottomat selvitys ja toimitusjärjestelyt heikentävät toimijoiden kykyä ja halua käydä arvopaperikauppaa EU:ssa, vähentävät rahoitusmarkkinoiden likviditeettiä ja nostavat tarpeettomasti pääoman hintaa.

Komissiolla on ollut useita työryhmiä selvittämässä eurooppalaisen arvopaperikaupan kehittämistä ja integrointia. Näistä Lamfalussy-ryhmä kiinnitti raportissaan[2] huomiota tarpeeseen yhtenäistää selvitysjärjestelmiä. Sen mukaan viranomaisten toimenpiteitä tulee lisätä integrointiprosessin nopeuttamiseksi. Erityisinä ongelmina nähtiin lainsäädäntöprosessin hitaus, erilaiset kansalliset järjestelmät, sekava lainsäädäntö, erot verotuskäytännöissä sekä kulttuurierot. Työryhmän ehdotuksesta perustettiin Euroopan arvopaperikomitea ja Euroopan arvopaperimarkkinavalvojien komitea.[3] Kansainvälisesti mm. G30-ryhmä[4] ja CPSS-IOSCO[5] edistivät samanaikaisesti globaalia yhteistyötä arvopaperimarkkinainfrastruktuurin alueella.[6]

Vetäjänsä Alberto Giovanninin mukaan nimetyn Giovannini-ryhmän raportti oli edellistä astetta konkreettisempi. Vuonna 2001 julkaistussa Giovannini-ryhmän ensimmäisessä raportissa[7] listattiin 15 tekijää, jotka estävät maiden välistä arvopaperien selvitystä ja toimitusta kehittymästä ja tehostumasta. Esteet jaoteltiin 1) markkinakäytännöistä tai sääntelyn vaateista johtuviin esteisiin, 2) verotuksellisiin esteisiin ja 3) oikeusvarmuuteen liittyviin esteisiin. Vuonna 2003 julkaistu toinen raportti[8] puolestaan pyrki esittämään keinoja ja priorisointia näiden esteiden poistamiseksi.

Giovannini-raportit loivat sillan monisyisten teknisten kysymysten ja poliittisten tavoitteiden välille. Ne osoittivat selkeästi toimenpiteiden tarpeen ja herättivät infrastruktuuripalvelujen tuottajat ja viranomaiset siihen, että vallitsevalla tehottomuudella voi olla vakavia seurauksia EU:n taloudelle.

Markkinakäytännöt ja sääntelyvaatimukset

Komissio on aktiivisesti edistänyt Euroopan yhtenäisten pääomamarkkinoiden syntyä sääntelyllä, jolla on pyritty yhtenäistämään markkinakäytäntöjä ja sääntelyvaatimuksia. Keskeisimpiä lainsäädäntöhankkeita ovat olleet direktiivi rahoitusvälineiden markkinoista (MiFID)[9], joka yhdenmukaisti rahoitusvälineiden markkinapaikkojen sääntelyä ja loi EU:n laajuisen toimilupakäytännön. Eurooppalainen markkinainfrastruktuurilainsäädäntö (EMIR)[10] loi kehikon keskusvastapuolten (CCP) toiminnalle ja edisti niiden toimintaa myös rajojen yli. Arvopaperikeskuslainsäädäntö (CSDR)[11] mahdollistaa arvopaperikeskusten välisen kilpailun ja liiketoiminnan laajentamisen rajojen yli. Jo aiemmin voimaan tullut selvityksen lopullisuutta

sääntelevä direktiivin (SFD)[12] myötä katteensiirron oikeusvarmuus parani ja systeemiriskin uhka pieneni.

Sääntelyä edelsi ja ennakoi mm. komission julkaisemat kaksi tiedonantoa[13], joissa julkistettiin komission politiikka arvopaperikaupan jälkeisten toimien osalta. Tiedonannoissa vastuutettiin yksityisen ja julkisen sektorin edustajista koostuvat työryhmät edistämään esteiden purkua, mm. CESAME-ryhmä, joka tuotti teknisiin vaateisiin ja markkinakäytänteisiin keskittyvän raporttinsa 2008[14]. Samanaikaisesti perustettiin FISCO-ryhmä[15] käsittelemään verotukseen liittyviä asioita sekä oikeusvarmuusasioita varten Legal Certainty Group[16].

Eurojärjestelmä infrastruktuurin kehittäjänä

Eurojärjestelmä on toiminut aktiivisesti yhtenäisen eurooppalaisen rahoitusmarkkinainfrastruktuurin kehittäjänä. Pankkien välinen reaaliaikainen TARGET-maksujärjestelmä on ollut käytössä vuodesta 1999, (uusi versio TARGET2 otettiin käyttöön 2007–2008). Euroopan laajuisesta arvopaperikaupan selvitysalustasta TARGET2-Securities (T2S) tehtiin päätös EKP:n neuvostossa vuonna 2008 ja järjestelmä otettiin käyttöön vuonna 2015.

Keskuspankit ja arvopaperikeskukset liittyivät mukaan T2S-alustalle viidessä liittymisaalloissa, viimeinen syyskuussa 2017. Tällä hetkellä T2S:lle on liittynyt 21 arvopaperikeskusta.[17]

T2S toteuttaa yhtenäismarkkinoiden ajatuksen, että yhtenäiset, harmonisoidut järjestelmät pystyvät tuottamaan kaikille luotettavia palveluita tehokkaimmin.[18] Vaikka T2S on poistanut joukon Giovannini-ryhmän listaamia, pääasiassa teknisiä esteitä, ei maiden välinen toimitus ole juurikaan kasvanut. Juridisia, sääntelyyn liittyviä sekä verotuksellisia esteitä eurooppalaiselle pääomamarkkinalle on yhä jäljellä.

T2S on luonut oman seurantansa harmonisaatiotavoitteiden etenemisestä. Tähän mennessä on julkaistu 9 harmonisaatioraporttia, joista viimeisin (lokakuu 2018[19]) osoittaa, että 85 % T2S:lle asetetuista harmonisaatiotavoitteista on saavutettu.

T2S:n jälkeen eurojärjestelmä käynnisti kolme ns. VISIO-2020 projektia, jotka tähtäävät eurojärjestelmän keskuspankkipalvelujen yhtenäistämiseen. Nämä vuosille 2018 – 2022 ajoittuvat projektit ovat:

- TARGET Instant Payment Settlement (TIPS), joka mahdollistaa pikamaksamisen katteensiirron (settlement) keskuspankkirahassa reaaliaikaisesti vuoden kaikkina päivinä kellon ympäri. Järjestelmä otettiin käyttöön marraskuussa 2018.
- TARGET2 / T2S -konsolidaatio, joka päivittää TARAGET2-tekniikan ja parantaa osapuolten

likviditeetinhallintaa

- Yhteisen eurooppalaiseen vakuushallintajärjestelmän rakentaminen (ECMS).[20]

Visio-projektien tavoitteena on luoda keskuspankkipalveluiden eurooppalainen "kotimarkkina". Kaikki kolme projektia edistävät osaltaan rahoitusmarkkinoiden yhdentymistä ja tukevat näin myös EU:n pääomamarkkinaunionin tavoitetta edistää pääomien vapaata liikkuvuutta.

Pääomamarkkinaunionin tavoitteita kohti

Euroopan komissio palasi Giovannini-esteisiin vuonna 2015 julkistaessaan aloitteen pääomamarkkinaunionista[21]. Aloitteen päämääränä on lukuisien eri toimien kautta saada luotua Eurooppaan yhtenäiset pääomamarkkinat – sekä kasvattaa pääomamarkkinoiden kautta reaalitalouteen välittyvää rahoitusta.

Pääomamarkkinaunioni on keskeinen elementti komission pyrkimyksissä edistää työllisyyttä ja kasvua. Pääomamarkkinaunionin toimintaohjelmassa todetaan, että huolimatta merkittävästä edistymisestä, esteitä yhtenäismarkkinoille on edelleen erityisesti maiden välisissä investoinneissa. Keskeinen seuraus yhteisten pääomamarkkinoiden puutteesta on, että Euroopan pääomamarkkinat ovat huomattavasti pienemmät kuin Yhdysvalloissa, vaikka muuten talousalueet ovat suunnilleen samankokoisia.

Giovannini-esteitä ei varsinaisesti ole kuluneiden vuosien aikana revisioitu, vaikka merkittäviä muutoksia on tapahtunut lainsäädäntö- ja standardointityössä. Samalla vuosien saatossa on hävinnyt käsitys siitä, missä määrin eri maiden markkinat ovat lähentyneet toisiaan lainsäädännön ja markkinakäytäntöjen osalta.

Osana pääomamarkkinaunionialoitetta, vuonna 2016 Komissio perusti asiantuntijaryhmän European Post-Trade Forum´in (EPTF) tekemään laajan arvion toteutuneesta kehityksestä arvopaperikaupan jälkeisten toimien sekä Giovannini-esteiden poistamisen osalta.

Asiantuntijaryhmän raportti julkaistiin vuonna 2017[22]. Raportin keskeinen tulema oli, että vuosituhannen alussa tunnistetuista 15 Giovannini-esteestä on saatu poistettua vain viisi. Nämä esteet ovat poistuneet sekä EU-tason lainsäädännön, mutta myös EKP:n T2S-järjestelmän myötä. Monia merkittäviä ja vaikeita asioita on kuitenkin edelleen ratkaisematta.

EPTF on luokitellut jäljellä olevat Giovannini-esteet ja muotoillut ne uudelleen vastaamaan nykytilannetta. Päivityksen jälkeen esteitä listalla on kaksitoista. Lisäksi ryhmä listasi viisi seurattavaa teemaa ns. tarkkailulistalle (EPTF watchlist) varmistaakseen, ettei näistä pääse tulevaisuudessa kehittymään esteitä.

Osa jäljellä olevista esteistä johtuu kansallisesti eroavista lainsäädännöistä, jotka on ratkaistava kansallisesti. Mm. verotukseen liittyvät erot ovat merkittäviä. Osa esteistä liittyy esim. teknisiin standardeihin ja niitä voidaan edistää ainakin näennäisesti helpommin – toki niidenkin takana voi olla vaikeammin ratkaistavat kansalliset syyt.

On huomattava, että listalle on nostettu esteet, joiden merkitys on laaja-alainen. Välttääkseen yksipuolisen tulkinnan, komissio laittoi EPTF:n työn julkiseen kommentointiin julkaisun jälkeen. Marraskuussa 2017 päättyneen konsultaation tulemat ovat parhaillaan komission työstettävinä.

Komissio voi omin toimin ratkaista vain osan ongelmista, mutta se voi tarjota ratkaisuvaihtoehtoja myös muihin. Esimerkiksi lähdeverotuksen osalta komissio on kerännyt ja julkaissut parhaiden käytäntöjen listan, jonka pohjalta kansallista lainsäädäntöä voitaisiin kehittää. Lista ei kuitenkaan ole missään määrin sitova. Erityisen toivottavaa kuitenkin olisi, ettei mikään jäsenmaa omassa lainsäädännössään ainakaan liikkuisi näistä parhaista käytännöistä poispäin.

EPTF-esteiden (ja entiset Giovannini-esteet) poistamisen lisäksi pääomamarkkinaunionin alla kehitetään myös esimerkiksi yhtenäisempää valvontaa, yhtenäisempiä käytäntöjä, määritelmiä ja teknisiä ratkaisuja sekä parempaa ja selkeämpää tiedonvälitystä eri maiden välillä. Vaikka lainsäädännöllinen ja tekninen pääomamarkkinaunionikehikko saataisiin luotua, on kuitenkin viimekädessä jokaisen sijoittajan ja markkinatoimijan itsensä päätettävissä, missä määrin ne haluavat toimia rajojen yli. Brexitin myötä EU menettää merkittävän osan pääomamarkkinoistaan. Jäljelle jäävät kansalliset markkinat ovat monelta osin kehittymättömiä ja kansainvälisesti verraten pieniä. Tämä asetelma ei välttämättä ole kovin houkutteleva kansainvälisille sijoittajille.

Yhtenäisen pääomamarkkinan luominen on osoittautunut odotettua vaativammaksi

Yhtenäisen eurooppalaisen pääomamarkkinan luominen on osoittautunut pitkällisemmäksi ja vaativammaksi tehtäväksi kuin esimerkiksi maksujärjestelmien harmonisointi. Vuosituhannen alussa listatusta 15 Giovannini-esteestä vain viiden voidaan katsoa kokonaan poistuneen. Kun uusiakin esteitä on tunnistettu, niin tällä hetkellä EPTF:n työ on tunnistanut vielä 12 estettä, jotka on poistettava pääomaunionin tieltä.

Eurojärjestelmän rooli on ollut keskeinen esteiden poistamisessa. Komissio on lainsäädännöllä luonut toimintaympäristön, joka on mahdollistanut rajat ylittävän toiminnan, mutta on tarvittu EKP:n, kansallisten keskuspankkien ja markkinatoimijoiden yhteistyötä, jotta tarvittavat käytännön järjestelyt on saatu aikaiseksi. Tästä T2S ja käynnissä oleva VISIO2020-työ ovat esimerkkejä. Jatkossa on arvioitava, edellyttääkö pääomamarkkinan luominen muita yhteisiä infrastruktuurihankkeita. Joka tapauksessa on selvää, ettei yhtä ainoaa tietä ratkaisun

saavuttamiseksi ole olemassa vaan tavoiteltava lopputulos tulee koostumaan monista pienemmistä tekijöistä ja yhteistyöstä.

Viitteet

1. The Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC). ↑
2. European Commission (2001). ↑
3. European Securities Committee (ESC) ja Committee of European Securities Regulators (CESR), myöhemmin European Securities Markets Authority (ESMA). ↑
4. Consultative Group on International Economic and Monetary Affairs, Inc. (G30). ↑
5. CPSS-IOSCO (2001) Recommendations for Securities Settlement Systems. Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS), myöhemmin Committee on Payments and Market Infrastructures (CPMI). ↑
6. Ks. esim. Koskenkylä (toim.) Rahoitusmarkkinoiden integraatio (A:107 / 2004), Pikkarainen ja Suvanto (toim.) Suomen Pankki, EMU ja rahoitusmarkkinat (A:109 / 2006) ja Palva: Suomen Pankin rooli maksuliikkeen kehityksessä: kansallisista järjestelmistä yhteiseurooppalaisiin järjestelmiin (A:116 / 2015). ↑
7. European Commission Giovannini Group (2001) https://ec.europa.eu/info/publications/giovannini-reports_en. ↑
8. European Commission Giovannini Group (2003) https://ec.europa.eu/info/publications/giovannini-reports_en. ↑
9. Directive 2014/65/EU of the European Parliament and the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU. ↑
10. Regulation of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments and amending regulation (EU) No 648/2012 on OTC derivatives, CCPs and trade repositories. ↑
11. Regulation (EU) No 909/2014 of European Parliament and Council of 23 July 2014 of improving settlement systems in European Union and on Central Securities Depositories and amending Directive 98/26/EC and 2014/65/EU and regulation (EU) No 236/2012. ↑
12. Directive 98/26/EC of the European Parliament and the Council of 19 May 1998 on settlement finality in Payment and Securities Settlement Systems. ↑
13. European Commission Communications on Clearing and Settlement (2002, 2004) http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX%3A52004DC0312%3AEN%3AHTML. ↑
14. CESAME Report (2008) The work of the Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts´ Group ("CESAME" Group). ↑
15. Fiscal Compliance Experts´Group (FISCO), http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/compliance_en.htm. ↑
16. Legal Certainty Group (LCG), http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/ ↑

clearing/certainty_en.htm.

17. Suomen Euroclear Finland joutui jättäytymään pois viimeisestä liittymisaallosta järjestelmäuudistukseensa liittyneiden seikkojen vuoksi, mutta on vahvistanut pyrkimyksensä liittyä marraskuussa 2022. Suomen Pankki liittyi asiakastarpeiden myötä T2S:ään kolmannessa liittymisaallossa syyskuussa 2016. ↑
18. Ks. esim. Korhonen - Rantalainen: Target2-Securities tuo tehokkuutta arvopaperiselvitykseen (Euro & Talous 2/2007 ja Korhonen – Myller – Rantalainen: Target2 Securities – yhteinen infrastruktuuri euroalueen selvitysjärjestelmille (RM-osaston työpaperi 11/2007). ↑
19. Ninth T2S Harmonisation Progress Report https://www.ecb.europa.eu/paym/intro/publications/pdf/ecb.targetsechpr181017.en.pdf?753fc7fd6b70c132dd7a931f1b6bda68. ↑
20. Lisätietoa Visio-projekteista: http://www.ecb.europa.eu/paym/initiatives/html/index.en.html. ↑
21. Action Plan on Building a Capital Markets Union (30.9.2015) https://ec.europa.eu/info/publications/action-plan-building-capital-markets-union_en. ↑
22. Report of the European Post Trade Forum (EPTF), 15.5.2017 https://ec.europa.eu/info/publications/170515-eptf-report_en ↑

Tässä artikkelissa esitetyt mielipiteet ovat kirjoittajien omia eivätkä välttämättä edusta Suomen Pankin näkemystä.

Asiasanat

arvopaperimarkkinat, Giovannini-raportit, harmonisaatio, pääomamarkkinaunioni