HELSINGIN YLIOPISTO
OIKEUSTIETEELLINEN TIEDEKUNTA

Apulaisprofessori Heikki Marjosola Helsinki 4.9.2024

Asia: E 44/2024 vp Valtioneuvoston selvitys: Pääomamarkkinaunionin tulevaisuus

Eduskunnan talousvaliokunnalle

Eduskunnan talousvaliokunta on pyytänyt minulta lausuntoa koskien Valtioneuvoston selvitystä pääomamarkkinaunionin tulevaisuudesta.

Totean lausuntonani kunnioittavasti seuraavaa.

Pääomamarkkinanionin kehittämisen tarve

Valtiovarainministeriön muistiossa esitetyt näkökannat politiikkatoimien tarkoituksenmukaisuudesta ja tarpeellisuudesta ovat perusteltuja. EU:n strategisen kilpailukyvyn vahvistaminen edellyttää Euroopan laajuisen ja dynaamisen pääomamarkkinan kehittämistä. Pääomamarkkinaunioni on tähän asti koostunut pistemäisistä erillishankkeista eikä se ole yltänyt potentiaaliinsa. Tämä on todettu myös Euroryhmän 11.3.2024 julkistetussa lausumassa, jossa on perusteltuja kriittisiä huomioita. Esitetyt toimet ovat tarpeellisia ja jotkin jopa edistyksellisiä. Painopisteen tulee olla yksityisessä riskipääomassa, rajat ylittävien investointien edistämisessä ja rahastopääomien skaalaamisessa. Uudessa korkoympäristössä, jossa EKP:n osto-ohjelmat eivät automaattisesti imuroi pankkien taseista riskejä, on erityisen tärkeää elvyttää arvopaperistamismarkkinaa. Sääntelyn keventämisessä ja listautumismarkkinan elvyttämisessä voitaisiin olla rohkeampiakin. Vähittäissijoittajien aktivoimisen osalta on erityisen tervetullutta, että viimeaikaisissa ulostuloissa on tunnustettu tarve kehittää uudenlaisia työeläkesäästämisen tapoja sekä verokannustimia.

Esitetyt toimet ovat oikeansuuntaisia. Suhtaudun kuitenkin varauksella siihen, että ne edistäisivät radikaalisti pääomamarkkinaunionin perimmäistä tavoitetta eli aidosti integroitunutta eurooppalaista pääomamarkkinaa. Kunnianhimoiseen tavoitteeseen ei päästä perinteisillä politiikka- ja sääntelytoimenpiteillä. Poliittisesti arkaluonteisemmat kysymykset ovat edelleen ratkaisematta. Seuraavassa käsittelen näitä lyhyesti.

Pääomamarkkinaunionin valuviat

Sääntelyn keventämistavoite ja dynamiikan lisääminen eivät välttämättä kulje käsi kädessä ESMAn ja Euroopan komission toimivallan lisäämisen sekä yhden sääntökirjan mukaisen maksimiharmoni2

saation kanssa. Viranomaisten tulkintakäytännön yhdistäminen on tärkeää esimerkiksi ennustettavuuden näkökulmasta, mutta markkinaintegraatiota voitaisiin edistää myös positiivisella sääntelykilpailulla ja vastavuoroisen tunnustamisen periaatteella niin lainsäädäntö- kuin viranomaisratkaisujen osalta. Myös eurooppalaisen itsesääntelyn kehittämistä olisi syytä tarkastella avoimemmin.

Pääomamarkkinaunionin keskeisimmät haasteet ovat kuitenkin rakenteellisia ja liittyvät markkinoiden hajanaiseen infrastruktuuriin, joka koostuu kaupankäyntipaikoista ja kauppojen selvitykseen (*clearing*) ja toteutukseen (*settlement*) liittyvistä markkinatoimijoista. Jälkimmäisistä keskeisimpiä ovat keskusvastapuolet ja arvopaperikeskukset. Kuten eräässä vuonna 2021 julkaistussa selvityksessä todetaan:

> we can tinker at the edges with the detail of regulation, but so as long as Europe has 22 different stock exchange groups operating 35 different exchanges for listings, 41 exchanges for trading, and nearly 40 different CCPs [keskusvastapuolta] and CSDs [arvopaperikeskusta], not much will change.[1]

Esimerkiksi Yhdysvalloissa oli vuonna 2021 kolme listautumismarkkinaa (NYSE, NASDAQ ja LTSE), 16 kauppapaikkaa, yksi keskusvastapuoli ja yksi arvopaperikeskus.[2] Tämän lisäksi yli 80 prosentilla Yhdysvaltain pörssiyhtiöistä on laillinen kotipaikka Delawaren osavaltiossa.[3]

Euroopan markkinaintegraation oikeudelliset esteet tunnetaan. Ne määritettiin seikkaperäisesti nk. Giovannini-raporteissa jo 2000-luvun alussa.[4] Keskeisimmät liittyvät verotukseen, insolvenssioikeuteen, yhtiöoikeuteen ja lainvalintasääntöihin. The European Post-Trade Forum (EPTF) totesi vuonna 2017 julkaistussa raportissaan, että 15 Giovannini-esteestä vain viisi oli käytännössä onnistuttu poistamaan.[5] Esteiden vuoksi monet keskeiset harmonisaatiohankkeet ovat olleet tuloksiltaan vaatimattomia. Esimerkiksi EU:n arvopaperikeskusasetus ei ole onnistunut edistämän kilpailua arvopaperikeskusten välillä, mikä johtuu ainakin osittain siitä, ettei asetus koskenut kansallista yhtiöoikeutta.

Nyt ehdotetut pääomamarkkinatoimenpiteet eivät ratkaise jäljellä olevia integraation esteitä, joihin liittyy vaikeasti yhteensovitettavia kansallisia intressejä. Integroitunut, dynaaminen ja syvä eurooppalainen pääomamarkkina olisi kaikkien jäsenvaltioiden edun mukainen. Mutta harva jäsenvaltio on valmis edistämään sellaista kilpailumyönteistä pääomamarkkinaunionia, jossa pienillä kansallisilla listautumismarkkinoilla tai arvopaperikeskuksilla ei ole edellytyksiä menestyä.

Kunnioittavasti,

---

[1] William Wright ja Eivind Friis Hamre, The Problem with European Stock Markets. Analysis of the fragmented stock exchange landscape in Europe, how it is holding back growth in capital markets –and what we can do about it. New Financial, 2021.

[2] Ibid.

[3] https://corp.delaware.gov/stats/

[4] European Commission Giovannini Group (2001) https://ec.europa.eu/info/publications/giovannini-reports_en; European Commission Giovannini Group (2003) https://ec.europa.eu/info/publications/giovannini-reports_en [5] The European Post Trade Forum Report, 15th May 2017.



Heikki Marjosola