



EUROOPAN KOMISSIO

Bryssel 25.10.2011
SEK(2011) 1280 lopullinen

KOMMISSION YKSIKÖIDEN VALMISTELUASIAKIRJA

TIIVISTELMÄ VAIKUTUSTEN ARVIOINNISTA

Oheisasiakirja

ehdotukseen

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopaperien liikkeeseenlaskijoita koskeviin tietoihin liittyvien avoimuusvaatimusten yhdenmukaistamisesta annetun direktiivin 2004/109/EY sekä komission direktiivin 2007/14/EY muuttamisesta

{KOM(2011) 683 lopullinen}
{SEK(2011) 1279 lopullinen}

1. JOHDANTO

Avoimuusdirektiivissä¹ (jäljempänä ”direktiivi”) edellytetään, että Euroopan unionin (jäljempänä ”EU”) säännellyillä markkinoilla arvopapereita liikkeeseen laskevien on varmistettava asianmukainen avoimuus sijoittajiin nähden julkistamalla säännellyt tiedot² ja antamalla ne julkiseen levitykseen.

Viisi vuotta direktiivin voimaantulon jälkeen komissio julkaisi sen vaikutuksia arvioivan kertomuksen³. Kertomuksessa direktiivistä todettiin olevan hyötyä markkinoiden asianmukaisen ja tehokkaan toiminnan kannalta, mutta siinä otettiin esille myös aloja, joilla kaivataan parannuksia.

Vuonna 2010 komissio käynnisti direktiivin uudistamista koskevan julkisen kuulemisen. Merkittävimmät esiin nousseet kysymykset olivat säänneltyjen markkinoiden vetovoima pienten ja keskisuurten liikkeeseenlaskijoiden näkökulmasta sekä tavat, joilla huomattavia äänioikeuksien omistusosuuksia koskevaa järjestelmää voitaisiin parantaa.

Julkiseen kuulemiseen vastanneet esittivät erilaisia näkemyksiä siitä, olisiko pienten ja keskisuurten liikkeeseenlaskijoiden tilannetta mahdollista kohentaa direktiiviä muuttamalla. Äänioikeuksien omistusosuuksien osalta julkinen kuuleminen osoitti, että vallitsee yksimielisyys tarpeesta sisällyttää direktiiviin vaatimus käteisvaroina maksettavien johdannaisten⁴ omistuksen ilmoittamisesta ja lisätä yhdenmukaisuutta tällä alalla. Lisäksi eräille teknisille osa-alueille kaivattiin lisää selkeyttä.

Vuonna 2010 komissio sopi Euroopan parlamentin kanssa arvioivansa, onko käytännössä mahdollista vaatia tiettyjä yhtiöitä julkistamaan keskeisiä taloudellisia tietoja, jotka koskevat niiden toimintaa kolmansissa maissa⁵. Erillisessä asiaa koskevassa vaikutustenarvioinnissa todettiin, että avoimuusdirektiiviä ja tilinpäätösstandardeja koskevia direktiivejä⁶ on muutettava siten, että niissä otetaan huomioon uudet asiaa koskevat vaatimukset.

2. ONGELMAN MÄÄRITTELY

Nykyisessä järjestelmässä todetut ongelmat voidaan luokitella kahteen pääkategoriaan: a) pienet ja keskisuuret liikkeeseenlaskijat sekä b) vaatimukset, jotka koskevat huomattavista äänioikeuksien omistusosuuksista ilmoittamista.

¹ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/109/EY, annettu 15 päivänä joulukuuta 2004.

² ”Säänneltyihin tietoihin” kuuluvat mm. vuosittain, puolivuositain ja neljännesvuositain esitettävät taloudelliset tiedot, huomattavia äänioikeuksien omistusosuuksia koskevat jatkuvasti annettavat tiedot sekä markkinoiden väärinkäyttöä koskevan direktiivin (direktiivi 2003/6/EY) nojalla tapauskohtaisesti julkistettavat tiedot.

³ KOM(2010) 243 lopullinen, 27.5.2010. Kertomuksen ohella julkaistiin yksityiskohtaisempi komission yksiköiden työskentelyasiakirja SEC(2010) 61.

⁴ Käteisvaroina maksettavilla osakejohdannaisilla tarkoitetaan osakkeisiin liittyviä kauppoja, joissa maksuna annetaan käteistä rahaa, mutta kohteena olevat osakkeet eivät fyysisesti siirry minnekään.

⁵ <http://register.consilium.europa.eu/pdf/fi/10/st15/st15650-ad01.fi10.pdf>

⁶ Tilinpäätöksistä annettu neljäs neuvoston direktiivi 78/660/ETY ja konsolidoiduista tilinpäätöksistä annettu seitsemäs neuvoston direktiivi 83/349/ETY.

2.1. Pieniin ja keskisuuriin liikkeeseenlaskijoihin liittyvät ongelmat

”Pienille ja keskisuurille liikkeeseenlaskijoille” ei EU:ssa ole oikeudellista määritelmää. Tämän asiakirjan viittaukset pieniin ja keskisuuriin liikkeeseenlaskijoihin on siis tulkittava jäsenvaltioissa käytössä olevien kansallisten käsitteiden pohjalta.

Pienten ja keskisuurten liikkeeseenlaskijoiden sääntely-ympäristön kehittäminen ja pääoman saannin helpottaminen ovat komission tärkeitä poliittisia prioriteetteja⁷. Avoimuutta koskevien vaatimusten ei toki katsota olevan ainoa pienten ja keskisuurten liikkeeseenlaskijoiden ongelmien lähde, mutta omalta osaltaan ne kasvattavat säännellyillä markkinoilla listautumiseen liittyvien vaatimusten noudattamisesta aiheutuvia kustannuksia, vähentävät pienten ja keskisuurten liikkeeseenlaskijoiden näkyvyyttä analyytikoiden ja sijoittajien näkökulmasta sekä voimistavat lyhytnäköisyyden kulttuuria.

2.1.1. Vaatimusten noudattamisesta aiheutuvat kustannukset pienille ja keskisuurille liikkeeseenlaskijoille

Direktiivin tarkoituksena on tuottaa markkinoille täsmällistä, kattavaa ja ajantasaista tietoa. Liikkeeseenlaskijoita vaaditaan julkaisemaan taloudellista tietoa vuosittain, puolivuositain ja neljännesvuosittain⁸. Direktiivissä edellytetään vähintään sisällöltään rajallisten neljännesvuosittaisten johdon selvitysten julkaisemista. Monissa jäsenvaltioissa julkistamisvelvollisuus on kuitenkin laajempi. Pienille ja keskisuurille liikkeeseenlaskijoille neljännesvuosittaisesta taloudellisten tietojen julkaisemisesta aiheutuvat kustannukset ovat suhteellisen suuret, eikä ole selvää, onko velvoitteesta hyötyä.

Lisäksi puolivuositainten kertomusten julkaisemiselle määrätyn tiukan aikarajan noudattaminen sekä sisällön monimutkaisuus ja kertomusten selostusosuudessa julkistettavien tietojen laatu voivat myös aiheuttaa liikkeeseenlaskijoille kustannuksia ja vaatia heiltä runsaasti resursseja.

2.1.2. Huomio lyhyen aikavälin tuloksiin

Tarve julkaista taloudellista tietoa neljännesvuosittain saattaa aiheuttaa johdolle paineita osoittaa tuloksen olleen voitollinen joka ainoalla vuosineljänneksellä. Neljännesvuosittaista selvitysvelvollisuutta voidaan myös pitää säädöksiin perustuvana kannustimena, joka saa sijoittajat kiinnittämään huomionsa yritysten lyhyen aikavälin menestykseen pitkän aikavälin näkökulman sijasta.

2.1.3. Pienten ja keskisuurten liikkeeseenlaskijoiden vähäisempi näkyvyys

Puolivuotiskertomusten tiukka määräaika (kaksi kuukautta raportointikauden päättymisen jälkeen) aiheuttaa toisen kuukauden lopussa pullonkaulan, joka häiritsee markkinoita,

⁷ Komission tiedonanto: ”Sisämarkkinoiden toimenpidepaketti: Kohti kilpailukykyistä sosiaalista markkinataloutta – 50 ehdotusta yhteistyön, yritystoiminnan ja vuorovaikutuksen parantamiseksi”, KOM(2010) 608 lopullinen, sekä komission tiedonanto: ”Sisämarkkinoiden toimenpidepaketti: 12 viputekijää kasvun vauhdittamiseksi ja luottamuksen lisäämiseksi – Yhdessä uuteen kasvuun”, KOM(2011) 206 lopullinen.

⁸ Tiedot voivat olla neljännesvuosittain julkaistavia tilinpäätöksiä tai osavuotisia johdon selvityksiä (toimintakertomuksia), ja niihin viitataan yleiskäsitteellä ”neljännesvuosittain esitettävät taloudelliset tiedot”.

hukuttaa sijoittajat ja analyytikot taloudellisiin tietoihin ja lisää heidän taipumustaan kiinnittää huomionsa suurimpiin markkinajohtajarytiksiin ja jättää pienet ja keskisuuret liikkeeseenlaskijat vaille huomiota. Tämä pitää paikkansa erityisesti useimpien eurooppalaisten liikkeeseenlaskijoiden kohdalla, sillä heidän tilikautensa on sama kuin kalenterivuosi, ja määräaika on siis aina elokuun lopulla. Tilanne heikentää osaltaan pienten ja keskisuurten liikkeeseenlaskijoiden näkyvyyttä sijoittajien ja analyytikkojen näkökulmasta.

Pienten ja keskisuurten liikkeeseenlaskijoiden näkyvyyttä heikentävät lisäksi hankaluudet, joita eri kansallisten säilytysjärjestelmien puutteellinen keskinäinen yhdistettävyyys tuottaa sijoittajille, jotka haluaisivat tarkastella julkistettuja tietoja.

2.1.4. Huomattavista äänioikeuksien omistusosuuksista ilmoittamiseen liittyvät ongelmat

Direktiivissä veloitetaan liikkeeseenlaskijat ilmoittamaan markkinoille, kun he hankkivat tai luovuttavat sellaisia osakkeita, jotka on otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellyillä markkinoilla ja joihin liittyy äänioikeuksia (eli ilmoittamaan hallussaan olevasta äänioikeusosuudesta, kun kyseinen osuus saavuttaa tai leikkaa 5 %:n, 10 %:n, 15 %:n, 20 %:n, 25 %:n, 30 %:n, 50 %:n tai 75 %:n raja-arvon). Nykyisessä järjestelmässä on havaittu kaksi ongelmaa: ilmoittamista koskevissa säännöissä olevista puutteista johtuva piilotettu omistus sekä jäsenvaltioiden toisistaan poikkeavat ilmoittamissäännöt.

2.1.5. Piilotetun omistuksen mahdollisuus

Direktiivin hyväksymisen jälkeen käteisvaroina maksettavien johdannaisten käyttö markkinoilla on lisääntynyt huomattavasti. Käteisvaroina maksettavien johdannaisten avulla voidaan hankkia vaikutusvaltaa pörssiyhtiössä ja käyttää sitä tai hankkia vähitellen piilotettua omistusta yhtiöstä (tällaisesta toiminnasta on tiedossa useita esimerkkejä⁹). Käteisvaroina maksettavat johdannaiset eivät kuitenkaan tällä hetkellä kuulu direktiivin julkaisemista koskevien säännösten piiriin. Tämä puute voi johtaa markkinoiden väärinkäyttöön, hinnanmuodostusmekanismin tehottomaan toimintaan sekä äänestämiseen ilman varsinaista omistusta ("empty voting"), jolloin sijoittajien luottamus heikkenee ja sijoittajien edut ja itse yritysten pitkän aikavälin edut eriävät toisistaan.

2.1.6. Jäsenvaltioiden toisistaan poikkeavien ilmoittamissääntöjen seurauksena vahinkoriski ja sääntelyriski kasvavat ja rajatylittävää toimintaa harjoittaville sijoittajille sääntöjen noudattamisesta aiheutuvat kustannukset nousevat

Jäsenvaltioiden toisistaan poikkeavat ilmoittamissäännöt – erityisesti sellaiset, jotka koskevat osakeomistusten ja rahoitusvälineiden omistusten laskemista yhteen – lisäävät kustannuksia ja aiheuttavat oikeusvarmuuden puutetta rajatylittävää toimintaa harjoittaville sijoittajille. Kun osakeomistusten ja rahoitusvälineiden omistuksia ei erässä jäsenvaltioissa lasketa yhteen, myös avoimuus kärsii.

⁹ Esimerkkejä ovat LVMH/Hermes, Porsche/VW ja Schaeffler/Continental.

3. TOISSIJAISUUS

EU:lla on SEUT-sopimuksen 50 ja 114 artiklan mukaan oikeus toimia tässä asiassa. Kaikki havaitut ongelmat koskevat EU:n pääomamarkkinoita kokonaisuudessaan, minkä vuoksi muutokset voivat olla tehokkaita vain, jos ne tehdään koko EU:n tasolla.

Lisäksi pieniä ja keskisuuria liikkeeseenlaskijoita koskevat ongelmat juontuvat EU:n ja jäsenvaltioiden lainsäädännöstä, jolloin niihin voidaan puuttua vain EU:n lainsäädäntöä muuttamalla. Vielä on mainittava, että vain EU:n tasolla hyväksytyllä välineellä voidaan varmistaa, että kaikissa jäsenvaltioissa sovelletaan samanlaista ja samoihin periaatteisiin perustuvaa sääntelykehystä, ja siten päästä eroon huomattavien omistusosuuksien ilmoittamista koskevien säännösten hajanaisuudesta.

4. TAVOITTEET

Suunnitelluilla toimilla olisi yksinkertaistettava eräitä velvoitteita, jolloin voitaisiin varmistaa säänneltyjen markkinoiden vetovoimaisuus pienten ja keskisuurten liikkeeseenlaskijoiden näkökulmasta, sekä parannettava lainsäädännön selkeyttä ja yhtiöiden omistusten julkisuutta koskevan avoimuusjärjestelmän toimivuutta.

5. TOIMINTAVAIHTOEHDOT: VAIKUTUSANALYYSI JA VERTAILU

Edellä mainittujen tavoitteiden saavuttamiseksi komissio on laatinut, analysoinut ja verrannut keskenään erilaisia toimintavaihtoehtoja. Tavoitteena on saada selville, millä vaihtoehdoilla havaittuihin ongelmiin voidaan tyydyttävällä tavalla puuttua. Vaihtoehdot esitellään seuraavassa.

5.1. Toimintavaihtoehdot, joilla pienille ja keskisuurille liikkeeseenlaskijoille sallitaan enemmän joustavuutta kausittaisten taloudellisten tietojen julkistamistiheydessä ja -ajankohdissa

- (1) *Ei tehdä mitään* – Tällä vaihtoehdolla tavoitetta ei saavuteta, minkä vuoksi se on hylättävä.
- (2) *Poistetaan pieniltä ja keskisuurilta liikkeeseenlaskijoilta velvoite julkistaa taloudellista tietoa neljännesvuosittain* – Tällä vaihtoehdolla vähennettäisiin sekä pienten ja keskisuurten liikkeeseenlaskijoiden kustannuksia että säädöksiin perustuvia lyhytnäköistä sijoitustoimintaa edistäviä kannustimia. Erilaisten järjestelmien soveltaminen säännellyillä markkinoilla toimiviin pörssiyrityksiin niiden koon mukaan voisi kuitenkin olla sijoittajien kannalta hämmentävää ja vähentää pienten ja keskisuurten liikkeeseenlaskijoiden näkyvyyttä edelleen. Tämä vaihtoehto on siis hylättävä.
- (3) *Poistetaan pieniltä ja keskisuurilta liikkeeseenlaskijoilta velvoite julkistaa taloudellista tietoa neljännesvuosittain ensimmäisten kolmen kaupankäyntivuoden ajalta* – Tällä vaihtoehdolla kevennettäisiin pienten ja keskisuurten liikkeeseenlaskijoiden välitöntä taakkaa, mutta kustannukset vain lykkääntyisivät. Sijoittajia voisi hämmentää se, että säännellyillä markkinoilla toimivia pörssiyhtiöitä

koskisivat niiden koon ja toiminta-ajan mukaan erilaiset järjestelmät. Tämä vaihtoehto on siis hylättävä.

- (4) *Poistetaan kaikilta pörssiyrityiltä velvoite julkistaa neljännesvuotiskatsauksia* – Tällä vaihtoehdolla vähennettäisiin yrityksille sääntöjen noudattamisesta aiheutuvia kustannuksia. Arviot keskimääräisestä kustannusten vähenemisestä, kun huomioon ei oteta neljännesvuotiskatsausten laatimiseen liittyviä kustannuksia, vaihtelevat pienillä ja keskisuurilla liikkeeseenlaskijoilla 2 000:sta 60 000 euroon ja suurilla liikkeeseenlaskijoilla 35 000:sta 250 000 euroon vuodessa. Katsausten laatimista varten palvelukseen otettuun henkilökuntaan liittyvien menojen vähenemistä ei voitu pienten ja keskisuurten liikkeeseenlaskijoiden osalta arvioida rahamääräisesti, sillä vähenemä vaihtelee suuresti liikkeeseenlaskijoiden välillä kahdeksasta henkilötyöpäivästä 30 henkilötyöpäivään vuosittain. Suurilla liikkeeseenlaskijoilla kustannusten vuosittaisen vähenemisen (mukaan lukien kustannukset, jotka liittyvät katsausten laatimiseen osallistuvaan henkilökuntaan) voitiin arvioida olevan enintään kaksi miljoonaa euroa liikkeeseenlaskijaa kohti. Tässä vaihtoehdossa pienet ja keskisuuret liikkeeseenlaskijat voisivat suunnata resurssejaan sijoittajilleen parhaiten soveltuvan tiedon julkistamiseen. Vaihtoehdolla vähennettäisiin liikkeeseenlaskijoiden lyhyen aikavälin paineita ja kannustettaisiin sijoittajia pitemmälle aikavälille suuntautuvaan ajatteluun. Vaihtoehdolla ei todennäköisesti olisi haitallisia vaikutuksia sijoittajansuojaan. Sijoittajansuoja on taattu jo riittävästi puolivuotiskatsausten ja vuositilinpäätösten pakollisella julkaisulla samoin kuin markkinoiden väärinkäyttöä koskevan direktiivin ja esitedirektiivin¹⁰ edellyttämällä tiedottamisella. Sijoittajilla pitäisi siis direktiivissä mainituista neljännesvuosittain julkaistavista tiedoista riippumattakin olla mahdollisuus saada riittävästi tietoa merkittävistä tapahtumista ja seikoista, jotka saattavat vaikuttaa kohteena olevien osakkeiden hintaan. Tämän vuoksi ei vaikuta tarpeelliselta velvoittaa lainsäädännöllä osavuotisten johdon selvitysten julkaisemiseen. Jotta vaihtoehto toimisi tehokkaasti, olisi jäsenvaltioita samalla estettävä vaatimasta omassa kansallisessa lainsäädännössään yrityksiltä taloudellisten tietojen julkistamista neljännesvuosittain. Halutessaan yritykset voisivat kuitenkin julkistaa taloudellisia tietoja myös neljännesvuosittain.
- (5) *Puolivuositteain julkistettavan tiedon määräaikoja pidennetään kolmeen kuukauteen selvityskauden päättymisestä laskettuna kaikille pörssiyrityille* – Pienille ja keskisuurille liikkeeseenlaskijoille koituisi jonkin verran kustannussäästöjä, mutta tärkeimmät hyödyt olisivat muita kuin rahassa laskettavia. Liikkeeseenlaskijoilla olisi enemmän aikaa katsausten laatimiseen, jolloin niiden laatu paranisi. Vaihtoehdolla olisi myös myönteisiä vaikutuksia pienten ja keskisuurten liikkeeseenlaskijoiden näkyvyyteen, kun ne voisivat helpommin ajoittaa katsaustensa julkistamisen niin, ettei julkistaminen tapahtuisi samaan aikaan kuin suurilla pörssiyrityillä. Näin analyytikoilla ja sijoittajilla olisi enemmän aikaa tutustua pienten ja keskisuurten liikkeeseenlaskijoiden puolivuotistuloksiin.
- (6) *Puolivuositteain julkistettavan tiedon määräaikoja pidennetään kolmeen kuukauteen selvityskauden päättymisestä laskettuna pienille ja keskisuurille liikkeeseenlaskijoille* – Tällä vaihtoehdolla olisi myönteisiä vaikutuksia pienten ja keskisuurten

¹⁰ Direktiivit 2003/6/EY ja 2003/71/EY.

liikkeeseenlaskijoiden näkyvyyteen. Sijoittajia voisi kuitenkin hämmentää se, että säännellyillä markkinoilla toimivia pörssiyhtiöitä koskisivat niiden koon mukaan erilaiset järjestelmät. Tämä vaihtoehto on siis hylättävä.

5.2. Toimintavaihtoehdot, joilla osavuositarkastusten selostusosuutta tehtäisiin pienten ja keskisuurten liikkeeseenlaskijoiden kannalta yksinkertaisemmaksi

- (1) *Ei tehdä mitään* – Tällä vaihtoehdolla tavoitetta ei saavuteta, minkä vuoksi se on hylättävä.
- (2) *Yhdenmukaistetaan EU:n tasolla osavuositarkastuksiin sisältyvän selostusosuuden sisällön enimmäismäärä pienille ja keskisuurille liikkeeseenlaskijoille* – Selvitysten sisällön yhtenäistäminen saattaa lisätä sääntöjen noudattamisesta aiheutuvia kustannuksia niille pienille ja keskisuurille liikkeeseenlaskijoille, joiden kotijäsenvaltioissa selvitysten sisältöä koskevia vaatimuksia on tällä hetkellä vähän. Tällä vaihtoehdolla kuitenkin helpotettaisiin taloudellisten tietojen vertailua kaikkialla Euroopassa. Jos sisältöä koskevat vaatimukset EU:n tasolla kuitenkin määritellään kustannussäästöjen toivossa liian alhaisiksi, tällä voi vuorostaan olla kielteisiä vaikutuksia sijoittajiin. Tämä vaihtoehto on siis hylättävä.
- (3) *Annetaan EAMV:lle¹¹ tehtäväksi laatia kaikille pörssiyhtiöille ei-sitovat ohjeet (mallit) osavuositarkastuksiin liitettävää selostusosuutta varten* – Tässä vaihtoehdossa EAMV voisi laatia mallin niin, että kustannussäästöjä syntyisi varmasti. Samalla sijoittajien olisi entistä helpompaa vertailla tietoja, ja pienten ja keskisuurten liikkeeseenlaskijoiden rajatylittävä näkyvyys saattaisi parantua. EAMV:lle toimenpiteestä koituisi jonkin verran kertaluonteisia kustannuksia.
- (4) *Velvoitetaan jäsenvaltiot laatimaan selvitysten selostusosuuden sisältöä koskevat ei-sitovat ohjeet tai mallit* – Tässä vaihtoehdossa jäsenvaltiot voisivat mukauttaa selvitysten sisällön omien sisäisten markkinoidensa tarpeita vastaavaksi. Vaihtoehdolla ei kuitenkaan helpotettaisi tietojen rajatylittävää vertailua. Tämä vaihtoehto on siis hylättävä.

5.3. Toimintavaihtoehdot, joilla poistetaan puutteita huomattavista äänioikeuksien omistusosuuksista ilmoittamista koskevissa vaatimuksissa

- (1) *Ei tehdä mitään* – Tällä vaihtoehdolla tavoitetta ei saavuteta, minkä vuoksi se on hylättävä.
- (2) *Laaja järjestelmä: laajennetaan julkistamisjärjestelmä koskemaan kaikkia välineitä, joilla on samanlainen taloudellinen vaikutus osakkeiden omistamiseen ja osakkeiden hankkimisoikeuksiin* – Tällä vaihtoehdolla saataisiin sääntelyn piiriin sekä käteisvaroina maksettavat johdannaiset että kaikki mahdollisesti jatkossa kehitettävät samankaltaiset rahoitusvälineet. Valtaosa kuulemiseen vastanneista kannatti tätä vaihtoehtoa ratkaisuna edellä kuvattuihin ongelmiin. Vaihtoehdolla olisi huomattava myönteinen vaikutus sijoittajansuojaan ja sijoittajien luottamukseen. Uusi julkistamisjärjestelmä, joka kattaisi kaikenlaiset osakeomistusta vastaavat rahoitusvälineet, saattaisi lisätä käteisvaroina maksettavien johdannaisten haltijoiden

¹¹ Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen.

järjestelykustannuksia ja sääntöjen noudattamisesta aiheutuvia kustannuksia (kertaluonteisten kustannusten on arvioitu olevan enimmillään 100 000 – 600 000 euroa käteisvaroina maksettavien johdannaisten haltijaa kohti, mutta kustannukset koskisivat vain sellaisia sijoittajia, joilla on näitä rahoitusvälineitä hallussaan huomattavia määriä). Juoksevien kustannusten määrää ei voitu arvioida, sillä ne vaihtelisivat sen mukaan, miten paljon julkistusten määrä käytännössä kasvaisi haltijaa kohti. Järjestelmän vuonna 2009 käyttöön ottaneen Yhdistyneen kuningaskunnan kokemusten perusteella arvioidaan kuitenkin, että julkistusten määrä ei kasvaisi merkittävästi.

- (3) *Rajallinen lähestymistapa: julkistamista ei edellytetä, jos yksityisyydensuojaa koskevat ns. safe harbor -kriteerit täyttyvät* – Tässä vaihtoehdossa edellytettäisiin kaikkien äänioikeuksiin oikeutettavien välineiden julkistamista lukuun ottamatta tapauksia, joissa muutamat tarkasti määritellyt kriteerit täyttyvät. Tässä vaihtoehdossa sijoittajat voisivat yhä kiertää julkistamisvaatimuksen tarkoitusta. Tämä vaihtoehto on siis hylättävä.

5.4. Toimintavaihtoehdot, joilla poistetaan erot huomattavien omistusosuuksien ilmoittamista koskevissa vaatimuksissa

- (1) *Ei tehdä mitään* – Tällä vaihtoehdolla tavoitetta ei saavuteta, minkä vuoksi se on hylättävä.
- (2) *Yhtenäistetään huomattavien äänioikeuksien omistusosuuksien julkistamista koskeva järjestelmä edellyttämällä osakeomistusten ja osakkeisiin oikeuttavien rahoitusvälineiden (mukaan lukien käteisvaroina maksettavat johdannaiset) omistusten laskemista yhteen* – Tällä vaihtoehdolla yhtenäistettäisiin raja-arvojen laskemiseen käytettävä menetelmä, muttei itse raja-arvoja. Tuloksena olisi yhdenmukainen lähestymistapa, joka vähentäisi oikeudellista epävarmuutta, lisäisi avoimuutta, yksinkertaistaisi rajatylittävien sijoitusten tekemistä ja lisäisi EU:n pääomamarkkinoiden houkuttelevuutta. Vuosittaisten juoksevien kulujen on arvioitu vähenevän 77 000 euroa rajatylittävää toimintaa harjoittavaa sijoittajaa kohti. Tässä vaihtoehdossa saattaisi kuitenkin syntyä jonkin verran julkistamisvaiheen laajentamisesta aiheutuvia lisäkustannuksia jäsenvaltioissa, joissa yhteenlaskemista ei tällä hetkellä vaadita.
- (3) *Yhdenmukaistetaan huomattavien äänioikeuksien omistusosuuksien julkistamista koskeva järjestelmä asettamalla vaatimukseksi kolme erilaista julkistamisjärjestelmää: yksi osakkeiden omistusta varten, toinen osakkeisiin oikeuttavia rahoitusinstrumentteja varten ja kolmas käteisvaroina maksettavia johdannaisia varten* – Tällä vaihtoehdolla luotaisiin yhtenäinen järjestelmä, mutta sillä saattaisi olla kielteisiä vaikutuksia sijoittajansuojaan ja sijoittajien luottamukseen. Tämä vaihtoehto on siis hylättävä.
- (4) *Yhdenmukaistetaan huomattavien äänioikeuksien omistusosuuksien julkistamista koskeva järjestelmä yhtenäistämällä raja-arvot, joiden ylittyessä julkistaminen on pakollista* – Valtaosa vastaajista ei pitänyt äänioikeuksien raja-arvoja merkittävänä seikkana. Ilmoittamista edellyttäviä raja-arvoja saattaa lisäksi olla vaikea yhtenäistää, koska osakkeenomistajien määrät eri jäsenvaltioissa ovat niin erilaiset. Tämä vaihtoehto on siis hylättävä.

6. KÄYTETTÄVÄ VÄLINE, SAATTAMINEN OSAKSI KANSALLISTA LAINSÄÄDÄNTÖÄ, DIREKTIIVIN NOUDATTAMISEEN LIITTYVIÄ KYSYMYKSIÄ

Vain sitovalla lainsäädäntövälineellä voidaan varmistaa, että kaikissa jäsenvaltioissa sovelletaan samanlaista ja samoihin periaatteisiin perustuvaa sääntelykehystä. Direktiivillä voitaisiin yhtenäistää joitakin osa-alueita mahdollisimman pitkälle, mutta sillä jätettäisiin silti jäsenvaltioille joustovaraa, jolloin niiden omat erityistilanteet voidaan muilla osa-alueilla ottaa huomioon.

Direktiivin noudattamisen varmistamiseksi ja komission tiedonannon ”Seuraamusjärjestelmien lujittaminen finanssipalvelujen alalla”¹² mukaisesti nykyistä seuraamuksia koskevaa viitekehystä olisi myös kehitettävä.

7. SEURANTA JA ARVIOINTI

Komissio seuraa direktiivin täytäntöönpanoa jäsenvaltioissa. Tarvittaessa komission yksiköt tarjoavat jäsenvaltioille apua. Lainsäädäntötoimien soveltamisesta johtuvat seuraukset olisi arvioitava kuusi vuotta sen jälkeen, kun toimet ovat tulleet voimaan. Komissio seuraa muutetun direktiivin soveltamista sekä EAMV:n että merkittävimpien sidosryhmien kanssa käytävän laajan vuoropuhelun kautta.

¹² Komission tiedonanto KOM(2010) 716 lopullinen, 9.12.2010.