

U 7/2026 vp

Valtioneuvoston kirjelmä eduskunnalle komission ehdotuksesta rahoitusmarkkinoiden ja valvonnan integraation edistämiseksi (*Market Integration and Supervision Package*)

Perustuslain 96 §:n 2 momentin perusteella lähetetään eduskunnalle Euroopan komission 4 päivänä joulukuuta 2025 antamat säädösehdotukset asetusten (EU) 1095/2010, (EU) 648/2012, (EU) 600/2014, (EU) 909/2014, (EU) 2015/2365, (EU) 2019/1156, (EU) 2021/23, (EU) 2022/858, (EU) 2023/1114, (EY) 1060/2009, (EU) 2016/1011, (EU) 2017/2402, (EU) 2023/2631 ja (EU) 2024/3005 muuttamisesta, direktiivien 2009/65/EY, 2011/61/EU ja 2014/65/EU muuttamisesta sekä ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi selvityksen lopullisuudesta ja direktiivin 98/26/EY kumoamisesta ja direktiivin 2002/47/EY muuttamisesta sekä ehdotuksista laadittu muistio.

Helsingissä 12.2.2026

Elinkeinoministeri Sakari Puisto

Finanssineuvos Maria Rekola

3.2.2026

**KOMISSION EHDOTUS RAHOITUSMARKKINOIDEN JA VALVONNAN
INTEGRAATION EDISTÄMISEKSI****1 Tausta**

Euroopan komissio antoi 4.12.2025 ehdotuksen rahoitusmarkkinoiden ja valvonnan integraation edistämispaketiksi (Market Integration and Supervision Package, MISP).

Ehdotus jakautuu kolmeen lainsäädäntöehdotukseen ja sisältää muutospäätöksiä ja -asetuksen, joilla muutettaisiin useaa EU-direktiiviä ja -asetusta, sekä selvityksen lopullisuutta koskevan asetusehdotuksen, jolla korvattaisiin asiaa nykyisin sääntelevä direktiivi.

Ehdotuksella pyritään edesauttamaan rahoitusmarkkinoiden infrastruktuuria palvelevien toimijoiden toimintaa yli rajojen ja niiden mahdollisuuksia yhdyttyä. Tällaisia ovat kauppapaikat, arvopaperikeskukset ja keskusvastapuolet. Niistä suurimman osan valvonta siirrettäisiin kansallisilta valvontaviranomaisilta Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaiselle ESMA:lle (jäljempänä *ESMA*). Myös kryptovarapalvelun tarjoajien valvonta ehdotetaan siirrettäväksi kokonaisuudessaan ESMA:lle.

Ehdotuksessa laajennetaan mahdollisuuksia DLT-pohjaisen kauppapaikan ja/tai selvitysjärjestelmän ylläpitämiseen.

Rahastosääntelyä yhdenmukaistettaisiin poistamalla vielä jäljellä olevia sijoitusrahastojen ja vaihtoehtorahastojen rajat ylittävän jakelun esteitä. Lisäksi markkinoilletuloon liittyviä viranomaismenettelyjä yhdenmukaistettaisiin toimilupa- ja muissa markkinoille tulon tilanteissa.

Komission ehdotus on osa 19.5.2025 julkistettua strategiaa säästämis- ja sijoitusunioniksi (Savings and Investment Union, SIU). Säästämis- ja sijoitusunionin tavoitteita on kuvattu valtioneuvoston E-selvityksissä E 44/2024 vp ja E 34/2025 vp. Säästämis- ja sijoitusunionin julkistamista edelsivät Enrico Lettan laatima 10.4.2024 julkaistu raportti sisämarkkinoiden tulevaisuudesta sekä Mario Draghin laatima 9.9.2024 julkaistu raportti suosituksineen EU:n kilpailukyvyistä ja sisämarkkinoiden kehittämisestä.

Komissio järjesti syyskuussa 2024 pyöreän pöydän keskusteluita rahastosektorin sekä kaupankäynti- ja selvitysinfrastruktuurin yhdistymisestä. Komissio on myös käynyt useita keskusteluita ja järjestänyt workshoppeja alan toimijoiden kanssa.

Ehdotuksen laatimisen ohella komissio julkaisi laajan kyselyn yhdistymisen ja kilpailukyvyn esteistä ”Integration of EU capital markets, jonka vastausaika oli 15.4.–10.6.2025. Kyselyyn vastasi 297 tahoa. Lisäksi komissiolla oli avoimempi kysely ”Call for Evidence” ajalla 8.5.–5.6.2025, johon se sai 53 vastausta.

2 Ehdotuksen tavoite

Komission mukaan rahoituspalvelujen rajat ylittävän tarjoamisen ja käytön esteet, jotka liittyvät myös kansallisten valvontakäytäntöjen eroihin, haittaavat edelleen pääoman EU:n laajuisten sisämarkkinoiden toteutumista, estävät suurten likviditeettivarantojen muodostumisen ja rajoittavat mittakaavaetujen saavuttamista. Euroopan komission säästämis- ja sijoitusunionia koskevassa strategiassa esitettyjen toimien tavoitteena on helpottaa sitä, että ihmiset kaikkialla EU:ssa voivat vaurastua osallistumalla yhtenäisemmille pääomamarkkinoille, mikä samalla lisää EU:n investointikapasiteettia.

Tavoitteena on tarjota sijoittajille helpommin monenlaisia sijoitusmahdollisuuksia ja mahdollistaa yritysten rajat ylittävä pääoman hankinta. Pohjimmainen tavoite on pystyä kilpailemaan USAn kanssa markkinoiden koolla, likviditeetillä ja listautumisten houkuttelevuudella. Paketin keskiössä ovat ehdotukset, joilla poistetaan EU:n sisämarkkinoiden pirstoutumista aiheuttavia esteitä keskeisistä markkinasegmenteistä, kuten kaupankäynnistä, kaupankäynnin jälkeisestä toiminnasta ja rahastotoimialalla, samalla kun edistetään innovointia ja tehostetaan valvontaa näillä osa-alueilla. Rahoitusmarkkinoiden infrastruktuurit ovat olennaisen tärkeitä pääoman ja palvelujen vapaan liikkuvuuden kannalta, mutta ne toimivat edelleen suurelta osin erillään toisistaan, mikä rajoittaa synergioita ja aiheuttaa kalliita päällekkäisyyksiä.

Komission mukaan pääomamarkkinoiden yhdentymiseen tähtäävät aloitteet hyödyttävät EU:n taloutta, mukaan lukien yrityksiä, jotka osaltaan toteuttavat EU:n strategisia painopisteitä. Julkiset varat eivät yksin riitä korjaamaan rahoitusvajetta, josta monet yritykset (erityisesti pk-, startup- ja scale-up-yritykset) kärsivät. EU on ottanut käyttöön erilaisia rahoitusvälineitä (kuten InvestEU ja Euroopan innovaationeuvoston rahasto) ja käynnistänyt ohjelmia Euroopan investointipankin ja Euroopan investointirahaston puitteissa saadakseen enemmän yksityistä pääomaa liikkeelle. Näiden julkisten aloitteiden lisäksi paras tapa houkutellessa yksityisiä sijoittajia ja yksityistä pääomaa EU:n hankkeisiin ja painopisteisiin on saavuttaa todellista edistystä toimivien ja yhdentyneiden EU:n pääomamarkkinoiden kehittämisessä.

Paketissa keskitytään myös sääntelyvaatimusten virtaviivaistamiseen rajat ylittävän toiminnan kustannustehokkuuden parantamiseksi. Yksinkertaistamiseen päästään useilla eri tavoilla: siirtämällä tiettyjä säännöksiä direktiiveistä asetuksiin, poistamalla liikkumavaraa kansallisesti määrätyiltä sääntelytoimilta, hienosäätämällä tason 2 täytäntöönpanovaltuuksia, virtaviivaistamalla valvontajärjestelyjä sekä poistamalla EU:n ja kansallisissa kehyksissä olevia esteitä, joista on haittaa markkinatoimijoille ja sijoittajille. Esteettömät pääoman sisämarkkinat olisivat itsessään merkittävä yksinkertaistamistoimi, joka hyödyttäisi ihmisiä ja yrityksiä kaikkialla EU:ssa.

Rahastosääntelyä koskevilla ehdotuksilla komissio tavoittelee sijoitusrahastojen ja vaihtoehtorahastojen rajat ylittävän jakelun edistämistä tehostamalla ns. EU-passin käyttöä sekä sijoitusrahastoissa, vaihtoehtorahastoissa että rahastoyhtiöiden ja vaihtoehtorahastojen hoitajien toiminnassa. Menettelyllisten eroavuuksien katsotaan edelleen vähentävän rajat ylittävää rahastojen tarjoamista, aiheuttavan tarpeetonta hallinnollista taakkaa ja estävän rahastotoimialaa täysin hyödyntämästä EU:n sisämarkkinaa. Komissio ehdottaa ns. EU-passia myös säilytysyhteisöille. Lisäksi ESMA:n valtuuksia ehdotetaan laajennettavan rahastoyhtiöitä ja vaihtoehtorahastojen hoitajia sekä sijoitusrahastoja ja vaihtoehtorahastoja koskevan valvonnan yhtenäistämiseksi.

Rahastotoimiala on EU:ssa edelleen hyvin hajanainen, ja monilta kansallisilta rahastoilta puuttuu tarvittava mittakaava, jotta ne voisivat kilpailla paljon suurempien EU:ssa toimivien

mutta alun perin kolmansista maista peräisin olevien rahastojen kanssa. Ehdotuksen tavoitteena on toimilupajärjestelmä, jonka seurauksena toimiminen useassa eri jäsenvaltiossa olisi nykyistä helpompaa. Palvelujen tarjoamisen vapauden ja sijoittautumisvapauden periaatteisiin perustuvan EU:n laajuisen toimiluvan olisi mahdollistettava se, että yhdessä EU:n jäsenvaltiossa toimiluvan saaneet rahastoyhtiöt, vaihtoehtorahastojen hoitajat, sijoitusrahastot ja vaihtoehtorahastot voivat saumattomasti markkinoida tuotteitaan ja tarjota palvelujaan sisämarkkinoilla ilman, että niiden tarvitsee noudattaa jokaisen jäsenvaltion kansallisia lisäsääntöjä tai -lupia.

Paketissa edesautetaan innovoinnin merkitystä rahoitusosalalla, erityisesti hajautetun tilikirjan teknologiaan (distributed ledger technology, *DLT*) perustuvaa kehitystä, laajentamalla *DLT*-teknologian käyttöä koskevan asetuksen soveltamisalaa. Paketilla muutetaan voimassa olevaa lainsäädäntöä, jotta voidaan poistaa *DLT*-teknologian käyttöönottoa haittaavia esteitä ja hankaluuksia EU:n rahoitusosalalla. *DLT*-pilottijärjestelmän tarkistus helpottaa laaja-alaisia kokeiluja *DLT*-teknologialla ja tuottaa samalla arvokasta tietoa tulevaa päätöksentekoa varten. *DLT*-pilottijärjestelmän soveltamisalan ja joustavuuden laajentamisen lisäksi paketilla nykyaikaistetaan kaupan jälkeisiä toimia koskevaa lainsäädäntöä, jotta siinä otettaisiin uudet teknologiat paremmin huomioon.

Paketissa ehdotetaan kryptovarapalvelujen tarjoajien valvonnan, seurannan ja toimilupien myöntämisen siirtoa kansallisilta valvontaviranomaisilta ESMA:lle. Komission mukaan siirron tavoitteena on taata tulevaisuudessa mahdollisimman yhdenmukaiset valvontakäytännöt näille uusille toimijoille, joiden toiminta on helposti jäsenvaltioiden rajat ylittävää. Siirtoa perustellaan myös sillä, että nykyinen malli, jossa valvonta on pääosin kansallista, johtaa eroihin sääntöjen tulkinnassa, valvontakäytännöissä ja vaatimuksissa. Tämä luo lisäkustannuksia, oikeudellista epävarmuutta ja esteitä rajat ylittävälle toiminnalle.

Valvontaa uudistettaisiin siirtämällä ESMA:lle kaupankäyntiin ja kaupan jälkeiseen toimintaan osallistuvien merkittävien ja rajatylittävien yhtiöiden ja konsernien sekä kryptovarapalvelun tarjoajien valvonta kansallisilta valvontaviranomaisilta. Kansallisten viranomaisten olisi tuettava ESMA:a sen suorissa valvontatehtävissä. ESMA saisi myös keskeisemmän roolin suurten rahastoyhtiö- ja vaihtoehtorahastojen hoitajakonsernien valvonnan lähentämisessä ja koordinoinnissa sisämarkkinoilla. Valvontajärjestelyjen uudistuksella on tarkoitus helpottaa yhteisen sääntökirjan täytäntöönpanoa, varmistaa kattavan tilannekuvan saaminen, helpottaa tietoon perustuvaa päätöksentekoa ja hyödyntää resursseja mahdollisimman tehokkaasti. ESMA:n laajennettu rooli edellyttäisi ehdotuksen mukaan ESMA:n hallinnon ja rahoitusmallin uudistamista.

ESMA:n keinoja edistää valvontakäytäntöjen yhtenäistämistä käyttöä ja vaikuttavuutta pyritään lisäämään. Tällaisia ovat unionin oikeuden rikkomista koskeva menettely, toimimatta jättämistä koskevat kirjeet, vertaisarvioinnit, toimivaltaisten viranomaisten välisten erimielisyyksien ratkaisu sekä tehtävien ja vastuiden siirtäminen. Uusia horisontaalisia välineitä olisivat erityisesti yhteistyöalustat ja kansallisten valvontaviranomaisten keskinäisen avunannon mekanismi, jolla helpotetaan hallinnollisten sanktioiden rajatylittävää perintää. Lisäksi ESMA:lle annettaisiin uusia valvontakäytäntöjen lähentämistä koskevia valtuuksia. ESMA voi vaatia toimivaltaisia viranomaisia pyytämään siltä lausuntoa ja vaatia korjaavia toimia, jos valvonnassa on vakavia puutteita, ja keskeyttää valvottavan oikeudet tarjota rajat ylittäviä palveluja, jos valvottava on syyllistynyt EU:n lainsäädännön vakavaan rikkomiseen.

Selvityksen lopullisuutta koskevan sääntelyn tarkoituksena on turvata maksujärjestelmien ja arvopaperien selvitysjärjestelmien toiminta ja siten rahoitusvakaus tilanteessa, jossa järjestelmän osapuolta kohtaan on aloitettu maksukyvyttömyysmenettely. Sääntelyllä

varmistetaan selvitysjärjestelmään liittyvien velvoitteiden nettoutus ja vakuuksien täytäntöönpanokelpoisuus maksukyvyttömyysmenettelyn alkamisesta huolimatta. Muuttamalla direktiivi asetukseksi ja säätämällä tarkemmin selvitysjärjestelmien nimeämisestä ja rekisteröinnistä komissio pyrkii poistamaan esteitä jäsenvaltioiden rajat ylittävältä toiminnalta, parantamaan oikeusvarmuutta, sääntelyn yhdenmukaisuutta ja EU:n markkinoiden yhdentymistä sekä edistämään teknologisia innovaatioita.

3 Ehdotuksen pääasiallinen sisältö

3.1 Yleistä

Markkinoiden yhdentymistä ja valvontaa koskeva lainsäädäntöpaketti koostuu kolmesta säädösehdotuksesta:

1) Asetus (COM/2025/943 final), jolla muutetaan seuraavia EU:n pääomamarkkinoita koskevia säädöksiä:

– Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 1095/2010, annettu 24 päivänä marraskuuta 2010, Euroopan valvontaviranomaisen (Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen) perustamisesta (jäljempänä *ESMA-asetus*)

– Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 648/2012, annettu 4 päivänä heinäkuuta 2012, OTC-johdannaisista, keskusvastapuolista ja kauppatietorekistereistä (jäljempänä *markkinarakennetoimija-asetus*)

– Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 600/2014, annettu 15 päivänä toukokuuta 2014, rahoitusvälineiden markkinoista sekä asetuksen (EU) N:o 648/2012 muuttamisesta (jäljempänä *rahoitusmarkkina-asetus*)

– Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 909/2014, annettu 23 päivänä heinäkuuta 2014, arvopaperitoimituksen parantamisesta Euroopan unionissa sekä arvopaperikeskuksista (jäljempänä *arvopaperikeskusasetus*)

– Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2015/2365, annettu 25 päivänä marraskuuta 2015, arvopapereilla toteutettavien rahoitustoimien ja uudelleenkäytön raportoinnista ja läpinäkyvyydestä

– Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2019/1156, annettu 20 päivänä kesäkuuta 2019, yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavien yritysten rajatylittävän markkinoinnin helpottamisesta ja asetusten (EU) N:o 345/2013, (EU) N:o 346/2013 ja EU (N:o) 1286/2014 muuttamisesta

– Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2021/23, annettu 16 päivänä joulukuuta 2020, keskusvastapuolten elvytys- ja kriisinratkaisukehyksestä

– Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2022/858, annettu 30 päivänä toukokuuta 2022, hajautetun tilikirjan teknologiaan perustuvien markkinainfrastruktuurien pilottijärjestelmästä (jäljempänä *DLT-pilottiasetus*)

– Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2023/1114 annettu 31 päivänä toukokuuta 2023, kryptovarojen markkinoista sekä asetusten (EU) N:o 1093/2010 ja (EU) N:o 1095/2010

ja direktiivien 2013/36/EU ja (EU) 2019/1937 muuttamisesta (jäljempänä *kryptovaramarkkina-asetus, MiCA*)

– Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EY) N:o 1060/2009, annettu 16 päivänä syyskuuta 2009, luottoluokituslaitoksista

– Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2016/1011, annettu 8 päivänä kesäkuuta 2016, rahoitusvälineissä ja rahoitussopimuksissa vertailuarvoina tai sijoitusrahastojen arvonekehityksen mittaamisessa käytettävistä indekseistä

– Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2017/2402, annettu 12 päivänä joulukuuta 2017, yleisestä arvopaperistamista koskevasta kehyksestä ja erityisestä kehyksestä yksinkertaiselle, läpinäkyvälle ja standardoidulle arvopaperistamiselle

– Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2023/2631, annettu 22 päivänä marraskuuta 2023, eurooppalaisista vihreistä joukkolainoista ja ympäristön kannalta kestävinä markkinoitavia joukkolainoja ja kestävyys sidottuja joukkolainoja koskevasta valinnaisesta tietojen julkistamisesta ja

– Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2024/3005, annettu 27 päivänä marraskuuta 2024, ympäristöön, yhteiskuntaan ja hyvään hallintotapaan (ESG) liittyvän luokitustoiminnan läpinäkyvyydestä ja integriteetistä.

2) Direktiivi (COM/2025/942 final), jolla muutetaan seuraavia EU:n pääomamarkkinoita koskevia säädöksiä:

– Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2009/65/EY, annettu 13 päivänä heinäkuuta 2009, siirtokelpoisten arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta

– Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2011/61/EU, annettu 8 päivänä kesäkuuta 2011, vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista ja direktiivin 2003/41/EY ja 2009/65/EY sekä asetuksen (EY) N:o 1060/2009 ja (EU) N:o 1095/2010 muuttamisesta ja

– Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/65/EU, annettu 15 päivänä toukokuuta 2014, rahoitusvälineiden markkinoista sekä direktiivin 2002/92/EY ja direktiivin 2011/61/EU muuttamisesta (jäljempänä *rahoitusmarkkinadirektiivi*).

3) Uusi asetus selvityksen lopullisuudesta

– Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi selvityksen lopullisuudesta ja direktiivin 98/26/EY kumoamisesta ja rahoitusvakuusjärjestelyistä annetun direktiivin 2002/47/EY muuttamisesta (COM(2025) 941 final, jäljempänä *selvityasetusehdotus*). Ehdotuksella kumottaisiin selvityksen lopullisuudesta maksujärjestelmissä ja arvopapereiden selvitysjärjestelmissä annettu Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 98/26/EY (jäljempänä *selvitysdirektiivi*).

3.2 Rahoitusmarkkina-asetusta koskevat ehdotukset

Kauppapaikkoja ovat rahoitusmarkkina-asetuksen mukaan säännelty markkinat (pörssit), monenkeskiset kaupankäyntijärjestelmät (MTF) ja organisoidut kaupankäyntijärjestelmät

(OTF). Kauppapaikkojen toiminnasta ja valvonnasta säädetään rahoitusmarkkinadirektiivissä, joka on saatettu Suomessa voimaan lailla kaupankäynnistä rahoitusvälineillä sekä sijoituspalvelulailla. Kauppapaikkoja valvoo Finanssivalvonta, joka vastaa myös toimilupien myöntämisestä.

Ehdotuksessa siirrettäisiin kauppapaikkoja koskeva sääntely direktiivistä asetukseen. Näiden lisäksi ehdotetaan uudenlaista toimilupaa useamman kauppapaikan ylläpitämiseen. Ehdotuksen mukaan ESMA:sta tulisi merkittävien kauppapaikkojen ja kauppapaikkakonsernien valvoja.

Eurooppalainen markkinoiden ylläpitäjä

Komissio ehdottaa uudenlaista markkinoiden ylläpitäjän toimilupaa: eurooppalainen markkinoiden ylläpitäjä (Pan-European Market Operator, *PEMO*). Yhtiö, joka ylläpitää säänneltyä markkinaa Euroopassa, voisi hakea ESMA:lta tällaista toimilupaa, ja kaikki saman yhtiön/konsernin ETA-alueen kauppapaikat voisivat toimia tämän yhden toimiluvan nojalla. Kunkin kauppapaikan tulisi noudattaa säänneltyä markkinaa, MTFää tai OTFää koskevaa sääntelyä, riippuen sen toimintamallista. ESMA valvoisi PEMOja. Tiedot PEMOista ja niiden ylläpitämistä kauppapaikoista kerättäisiin ESMA:n ylläpitämään julkiseen rekisteriin.

Merkittävien kauppapaikkojen valvonta

Ehdotuksen mukaan merkittävien kauppapaikkojen toimilupamenettely ja valvonta siirtyisivät kansallisilta viranomaisilta ESMA:lle.

Merkittävän kauppapaikan kriteeristö perustuisi kauppapaikan kokoon ja konsernin rajat ylittävään toimintaan: kaupankäynnin määrä joko kauppapaikassa tai konsernitasolla ylittäisi 5 % EU:n kaupankäynnistä jossain rahoitusvälinelajissa (osakkeet, ETF:t, joukkovelkakirjat, osake-, luotto-, korko-, valuutta tai hyödykejohdannaiset) ja konsernissa olisi useammassa kuin yhdessä jäsenvaltiossa sijaitsevia kauppapaikkoja, arvopaperikeskuksia ja/tai keskusvastapuolia.

Mikäli konsernissa olisi yksi merkittävä kauppapaikka, arvopaperikeskus tai keskusvastapuoli, siirtyisivät kaikki konsernin kauppapaikat ESMA:n valvottaviksi.

ESMA arvioisi vuosittain, täyttävätkö kauppapaikat merkittävyyden kriteeristön vai siirtyisikö kauppapaikka ei-merkittävänä takaisin kansalliseen valvontaan.

Kansallisille viranomaisille jäisi vastuu kaupankäynnin valvonnasta ja vähämerkityksisimpien kauppapaikkojen toimilupamenettely ja valvonta. Vähämerkityksistenkin kauppapaikkojen osalta kansallisten valvojien tulisi pyytää ESMA:lta lausunto ennen päätöksiä esimerkiksi toimiluvan myöntämisestä, palveluiden laajentamisesta, ulkoistamisesta ja toiminnan EU-lakienmukaisuudesta.

Kauppapaikkojen toimintaa koskevat muutokset

Ehdotuksen mukaan konsernin sisäisiä ulkoistuksia ei enää jatkossa käsiteltäisi valvonnassa ulkoistuksina, joten vaatimukset niiden dokumentoimiselle ja resurssien jakamiselle yhtiöstä toiseen olisivat nykyistä matalammat. Pörssin jäseneksi olisi otettava toisen pörssin jäsen aiempaa matalammalla kynnyksellä. Pörseille mahdollistettaisiin sivuliikkeen perustaminen, mutta sivuliike ei voisi ylläpitää erillistä kauppapaikkaa.

Konsolidoidut kaupankäyntitiedot

Konsolidoitujen kauppätietojen tarjoaja (consolidated tape provider, CTP) on yhtiö, jolle ESMA myöntää toimiluvan, ja joka kerää tietoja kauppapaikoilta ja yhdistää nämä datavirraksi, joka on sijoittajien saatavilla. Toiminnassa olevaa CTP:tä ei Euroopassa vielä ole, mutta ESMA on 15.12.2025 valinnut ensimmäinen soveltuvimman hakijan sellaiseksi CTP:ksi, joka julkaisisi osakkeita ja ETFiä koskevaa datavirtaa. Nyt ehdotetaan laajennusta tietoihin, joita kauppapaikat toimittaisivat osake-CTP:lle ja joita CTP julkaisisi. Tällaisia tietoja olisivat mm. viisi parasta tarjottua hintatasoa osto/myynti sekä tieto siitä, missä kauppapaikassa kukin hinta on. Laajennetuille tiedoille ehdotetaan viiden vuoden siirtymäaikaa.

3.3 Markkinarakennetoimija-asetusta koskevat ehdotukset

Merkittävien keskusvastapuolten valvonta

Ehdotuksen mukaan ESMA:sta tulisi merkittävien keskusvastapuolten toimilupa- ja valvontaviranomainen.

Ehdotuksessa määritellään prosessi ja kriteerit, joiden perusteella ESMA määrittää keskusvastapuolen merkittäväksi, ESMA:n valtuudet, mukaan lukien mahdollisuus kerätä valvontamaksuja sekä määrätä seuraamuksia rikkomuksista. ESMA voisi ohjata merkittävän vastapuolen ja sen johdon toimintaa esimerkiksi merkittävien riskien välttämiseksi tai minimoimiseksi. Kansallisille valvojille annettaisiin oikeus luopua vähemmän merkittävien keskusvastapuolten valvonnasta ESMA:n hyväksi.

Merkittävän keskusvastapuolen kriteeristö perustuisi joko keskusvastapuolen kokoon (esimerkiksi selvitettyjen johdannaistransaktioiden kokonaisarvoon tai keskusvastapuolelle annettujen vakuuksien ja maksukyvyttömyysrahaston arvoon) tai konsernirakenteeseen (keskusvastapuoli katsotaan merkittäväksi esimerkiksi, jos se kuuluu samaan konserniin kuin toinen keskusvastapuoli tai tarjoaa palveluita ESMA:n valvomalle kauppapaikalle tai arvopaperikeskukselle). ESMA arvioi vuosittain kaikki EU-keskusvastapuolet täyttävätkö ne merkittävän keskusvastapuolen kriteeristön, vai siirtyisikö keskusvastapuoli ei-merkittävänä takaisin kansalliseen valvontaan.

Olemassa olevia säännöksiä mukautettaisiin ESMA:n uuden valvontaroolin mukaiseksi. Esimerkiksi toimivaltaisten viranomaisten määritelmiä mukautetaan ja valvontakollegiot lakkautetaan ESMA:n valvottavien osalta. Valvontakollegiot säilytetään ei-merkittävien keskusvastapuolten osalta, mutta niiden puheenjohtajaksi tulee ESMA (nykyisin puheenjohtajuus jaettu ESMA:n ja keskusvastapuolen kotivaltion toimivaltaisen viranomaisen kesken). Tämän myötä ESMA päättää itsenäisesti kollegion kokouspäivistä ja asialistoista.

Merkittävien keskusvastapuolten relevantit viranomaiset osallistuisivat kyseisten keskusvastapuolten toimilupien myöntämiseen ja valvontaan. Relevantteja viranomaisia olisivat keskusvastapuolen kotivaltion toimivaltainen viranomainen, kolmen suurimman olennaisimman (suurimmat maksukyvyttömyysrahastokontribuutiot) selvitysosapuolen toimivaltaiset viranomaiset, keskusvastapuoleen yhdistettyjen kauppapaikkojen ja arvopaperikeskusten toimivaltaiset viranomaiset, Euroopan keskuspankki ja muut keskuspankit, joiden valuutassa keskusvastapuoli toimii).

Ei-merkittävien keskusvastapuolten viranomaisten edellytettäisiin laajalti pyytävän ESMA:n lausuntoa ennen kuin tekevät päätöksiä, muun muassa toimilupaa ja tarjottavia palveluita, keskusvastapuoleen ja kauppapaikkaan pääsyä, sekä valvontatoimia ja keskusvastapuolen toimintaa koskien.

Markkinarakennetoimija-asetuksen kriisinhallintaa koskevaa artiklaa muutettaisiin vastaamaan ESMA:n uutta hallintorakennetta sekä ESMA:n roolia merkittävien keskusvastapuolten suorana valvojana. Keskusvastapuolten elvytystä ja kriisinhallintaa koskevaa asetusta ei kuitenkaan ehdoteta sisällöllisesti muutettavaksi, muutoksilla ainoastaan huomioitaisiin ESMA:n valvontarooli merkittävien keskusvastapuolten osalta sekä valvontakollegioiden lakkauttaminen.

ESMA:n keskusvastapuolten valvontakomitea (CCP supervisory board) lakkautettaisiin. ESMA:n johtokunnalla (executive board) olisi mahdollisuus perustaa halutessaan ESMA:n sisäisiä komiteoita. Jos kyseisissä mahdollisissa komiteoissa keskusteltaisiin keskusvastapuolten tai arvopaperikeskusten valvonnasta, kutsuttaisiin mukaan äänivallattomiksi jäseniksi Euroopan keskuspankki ja muut relevantit EU:n valuuttaa liikkeeseenlaskevat keskuspankit, muttei kansallisia toimivaltaisia tai relevantteja viranomaisia. Komitean lakkautuksen myötä sen puheenjohtajaa ja riippumattomia jäseniä ei voitaisi kutsua Euroopan parlamentin kuultaviksi.

Keskusvastapuolten yhteentoimivuusjärjestelyjen hyväksyntä siirtyisi kansallisilta toimivaltaisilta viranomaisilta ESMA:lle. ESMA:ltä ei edellytettäisi kansallisten viranomaisten konsultointia asiasta.

Kauppatietovarastoja koskevaan sääntelyyn tehtäisiin ESMA:n uutta roolia koskevia muutoksia.

3.4 Arvopaperikeskusasetusta koskevat ehdotukset

Arvopaperikeskusasetuksen modernisointi

Asetusta muutettaisiin siten, että arvopaperikeskuspalveluita voisi tarjota myös lohkoketjuteknologialla (DLT). Myös arvopaperikeskuksen rahaselvitys olisi mahdollista tehdä sähkörahatokeneilla (e-money tokens). Sähkörahatokenilla tarkoitetaan kryptovaramarkkina-asetuksen 3 artiklan 1 kohdan 7 alakohdan mukaan kryptovaratyyppiä, jolla pyritään säilyttämään vakaa arvo ottamalla sen referenssiksi jonkin virallisen valuutan arvo. Muutoksella pyritään edistämään EU:n virallisiin valuuttoihin pohjautuvien sähkörahatokenien käyttöä.

Merkittävien arvopaperikeskusten valvonta

Ehdotuksen mukaan ESMA:sta tulisi merkittävien arvopaperikeskusten toimilupa- ja valvontaviranomainen.

Ehdotuksessa määriteltäisiin prosessi ja kriteerit, joiden perusteella ESMA määrittää onko arvopaperikeskus merkittävä, ESMA:n valtuudet, mukaan lukien mahdollisuus kerätä valvontamaksuja sekä määrätä seuraamuksia rikkomuksista. ESMA voisi esimerkiksi ohjata merkittävän vastapuolen ja sen johdon toimintaa esimerkiksi merkittävien riskien välttämiseksi tai minimoimiseksi.

Merkittävän arvopaperikeskuksen kriteeristö perustuisi:

- arvopaperikeskuksen kokoon (selvitettyjen (settled) tapahtumien kokonaisarvo ylittää 5 % koko EU:ssa selvitetyistä tapahtumista tai on tiettyjen kriteereiden perusteella merkittävä isäntäjäsenvaltion arvopaperimarkkinan toimivuuden ja sijoittajasuojan näkökulmasta); tai

- ryhmärakenteeseen (kuuluu samaan ryhmään kuin toisessa jäsenvaltiossa kotipaikan omaava arvopaperikeskus tai ESMA:n valvoma kauppapaikka, keskusvastapuoli tai arvopaperikeskus); tai
- lakivalintaan (esimerkiksi arvopaperikeskuksen selvitysjärjestelmän laki on toinen kuin arvopaperikeskuksen kotivaltion laki).

Kansallisille valvojille annettaisiin oikeus luopua vähemmän merkittävien arvopaperikeskusten valvonnasta ESMA:n hyväksi.

ESMA arvioisi vuosittain täyttävätkö arvopaperikeskukset merkittävyyden kriteeristön, vai siirtyisikö arvopaperikeskus ei-merkittävänä kansalliseen valvontaan.

Olemassa olevia säännöksiä mukautettaisiin ESMA:n uuden valvontaroolin mukaiseksi. Esimerkiksi toimivaltaisten viranomaisten määritelmiä mukautettaisiin ja valvontakollegiot lakkautettaisiin ESMA:n valvottavien osalta. Valvontakollegiot säilytettäisiin ei-merkittävien arvopaperikeskusten osalta tiettyjen kriteerien täytyessä, mutta niiden puheenjohtajaksi tulisi ESMA (nykyisin puheenjohtajuus kotivaltion toimivaltaisella viranomaisella). ESMA arvioisi vuosittain täyttävätkö arvopaperikeskus kriteerit valvontakollegioiden perustamiseksi.

Ei-merkittävien arvopaperikeskusten osalta kansallisia toimivaltaisia viranomaisia edellytettäisiin pyytämään ESMA:lta lausuntoa ennen kuin päättävät esimerkiksi toimiluvan myöntämisestä, palveluiden laajentamisesta, ulkoistamisesta ja arvopaperikeskuksen toiminnan EU-lakienmukaisuudesta.

Arvopaperikeskuspalveluiden integrointi

Arvopaperikeskuksilta edellytettäisiin linkkien perustamista yhtäältä nk. CSD-keskusten (CSD-hub) välille ja toisaalta yksittäisten arvopaperikeskusten ja CSD-keskuksen välille. Asetusehdotuksessa määriteltäisiin kriteerit, joiden täytyessä arvopaperikeskus katsottaisiin CSD-keskukseksi.

Arvopaperikeskuksilta edellytettäisiin rahaselvityksen toteuttamista yhteiseurooppalaisella alustalla (tarkoitetaan käytännössä keskuspankkien T2S-alustaa), jos niiden valuutta on kyseisen alustan selvitysvaluuttana.

Lievennettäisiin vaatimuksia, joita sovelletaan, kun arvopaperikeskus haluaa nimetä luottolaitoksen tarjoamaan pankkityyppisiä oheispalveluja, erityisesti silloin, kun käteisselvitys suoritetaan EU:n ulkopuolisissa valuutoissa.

Yksinkertaistettaisiin menettelyä ydinpalvelujen ulkoistamiseksi arvopaperikeskusten ryhmässä.

Rajan yli toimimisen yksinkertaistaminen

Passimenettelyä yksinkertaistettaisiin siten, että arvopaperikeskuksilta edellytetään vain jälkikäteisilmoitusta, kun alkavat tarjota palveluitaan liikkeeseenlaskijoille rajan yli.

Liikkeeseenlaskijan valinnanvapaus

Liikkeeseenlaskijoiden vapautta valita arvopaperikeskus vahvistettaisiin. Jo voimassa olevassa arvopaperikeskusasetuksessa liikkeeseenlaskijat voivat edellyttää liikkeeseenlaskujensa

kirjaamista missä tahansa EU:n arvopaperikeskuksessa. Nykyisessä asetuksessa olevat viittaukset kansallisen yhtiöoikeuden soveltavuuteen valinnanvapaudesta huolimatta sekä kansallisen yhtiöoikeuden käyttö palveluntarjonnasta kieltäytymiseen poistettaisiin. Asetusehdotuksen mukaan arvopaperikeskus voisi kieltäytyä tarjoamasta palveluitaan vain syvälliseen riskiarvioon perustuen tai jos se ei tarjoa liikkeenlaskijan pyytämiä palveluita.

3.5 DLT-pilottiasetusta koskevat ehdotukset

DLT-pilottiasetusta koskevat kansalliset toimet on saatettu Suomessa voimaan esityksen HE 278/2022 vp pohjalta. Lohkoketjuteknologiaa hyödyntäviä kauppapaikkoja ja selvitysjärjestelmiä koskevan asetuksen soveltamisalaa laajennettaisiin monin tavoin. Toistaiseksi rahoitusvälineistä soveltamisalassa ovat olleet vain osakkeet, joukkovelkakirjat ja rahasto-osuudet, nyt soveltamisala ehdotetaan kattamaan kaikki rahoitusvälineet. Alun perin asetus laadittiin määräaikaiseksi, nyt ehdotetaan sen olevan pysyvästi voimassa.

Asetukseen sisältyneitä euromääräisiä rajoja sallitun kaupankäynnin ja selvityksen määräistä ehdotetaan merkittävästi aiempaa suuremmiksi. Ehdotukseen sisältyy kevennetty toimintakehikko pienille toimijoille. Jatkossa myös kryptovarapalvelun tarjoajat voisivat hakea asetuksen mukaisia erityislupia.

3.6 Kryptovaramarkkina-asetusta koskevat ehdotukset

Kryptovarapalvelujen tarjoajien valvonta

Kryptovarapalvelujen tarjoajien valvonnasta säädetään EU:n kryptovaramarkkina-asetuksessa, joka on saatettu Suomessa voimaan lailla kryptovarapalvelujen tarjoajista ja kryptovaramarkkinoista (402/2024 ja HE 31/2024 vp.). Kryptovarapalvelut pitävät sisällään mm. kryptovarojen säilytyksen, toimeksiantojen toteuttamisen ja välittämisen, kryptovaroja koskevan neuvonnan ja salkunhoidon. Kryptovaramarkkina-asetuksen ja sen nojalla annettujen komission asetusten ja päätösten noudattamista valvoo Finanssivalvonta, joka vastaa myös kryptovarapalvelujen tarjoajien toimilupien myöntämisestä. Merkittävänä kryptovarapalvelujen tarjoajina pidetään toimijoita, joilla on unionissa keskimäärin vähintään 15 miljoonaa aktiivista käyttäjää yhden kalenterivuoden aikana. Kryptovaramarkkina-asetus ei tällä hetkellä sisällä säännöksiä merkittäväksi luokiteltavien kryptovarapalvelujen tarjoajien valvonnan keskittämisestä, vaan näihin sovelletaan tehostettua raportointia ESMA:lle.

Ehdotuksen mukaan kaikki kryptovarapalvelujen tarjoajat niiden koosta riippumatta siirtyisivät kansallisilta valvontaviranomaisilta ESMA:n valvontaan. Kryptovaramarkkina-asetuksen mukaan luottolaitos, arvopaperikeskus, sijoituspalveluyritys, markkinoiden ylläpitäjä, sähkörahayhteisö, rahastoyhtiö tai vaihtoehtorahaston hoitaja voisi tarjota valvojalle tehtävän ilmoituksen pohjalta sellaisia kryptovarapalveluja, jotka vastaavat sen toimiluvan mukaisia palveluja. Ilmoituksen nojalla tapahtuva kryptovarapalvelujen tarjonta siirrettäisiin myös ESMA:n valvontaan, jos kryptovarapalvelun tarjonnasta tulisi tällaisen toimijan päätoimintaa (pl. luottolaitokset). Jos kryptovarapalvelu olisi sivutoimintaa, valvontavastuu säilyisi kansallisella viranomaisella. Ehdotuksella ei muutettaisi niin sanottujen stablecoinien eli sähkörahatokeneiden ja omaisuusreferenssitokenien liikkeeseenlaskijoiden valvontaa. EU:n kryptovaramarkkina-asetuksessa on erilliset säännökset, joita sovelletaan nk. stablecoinien eli sähkörahatokenien ja omaisuusreferenssitokenien liikkeeseenlaskijoihin. Näiden valvonta on kansallista, mutta jos toiminta muodostuu EU:n kryptovaramarkkina-asetuksessa määriteltujen kynnysarvojen ylittyessä merkittäväksi, näiden valvontavastuu siirtyy pääosin Euroopan pankkiviranomaiselle (EBA).

Kryptovarapalvelujen tarjoajien valvonnan saumaton siirtäminen ESMA:lle taattaisiin siirtymäajalla, jonka ajan kansalliset viranomaiset jatkaisivat valvontaa. Siirtymäaika koskisi sekä kansallisessa valvonnassa olevia kryptovarapalvelun tarjoajia että valvojien käsittelyssä olevia toimilupahakemuksia. Siirtymäaikaa sovellettaisiin myös valvontadokumentaation siirtämisessä kansallisilta valvojilta ESMA:lle. Siirtymäajaksi on ehdotettu 24 kuukautta säädösten voimaantulosta.

3.7 ESMA-asetusta koskevat ehdotukset

Valvonnan siirtäminen ESMA:lle

Merkittävin ESMA:a koskeva muutosehdotus on toimilupia ja valvontaa koskevan toimivallan siirtäminen kansallisilta valvojilta ESMA:lle koskien kaikkia paitsi vähämerkityksisimpiä kauppapakkoja, arvopaperikeskuksia ja keskusvastapuolia sekä kaikkia kryptovarapalvelun tarjoajia koosta riippumatta. Nämä muutokset tulisivat asianomaisiin sektorisäädöksiin, kuten rahoitusmarkkina-asetus, arvopaperikeskusasetus, ja kryptovaramarkkina-asetus. ESMA-asetukseen puolestaan lisättäisiin säännökset, jotka antaisivat ESMA:lle toiminta- ja sanktiointioikeuksia valvottaviaan kohtaan, kuten tarkastusoikeuden ja mahdollisuuden pyytää aineistoa myös kolmansilta osapuolilta.

Valvonnan harmonisoinnin edistäminen ja kansallisten valvojien velvollisuuksien lisääminen

ESMA:lle ehdotetaan lisää valtuuksia edellyttää apua kansallisilta valvojilta ja edesauttaa yhteistyötä kansallisten valvojien välillä. ESMA:n tulisi laatia yhteistyösopimukset kansallisten viranomaisten kanssa, ja kansallisilla finanssivalvojilla olisi velvollisuus avustaa ESMA:a tämän tarvitsemassa määrin. ESMA:n tulisi kuitenkin varmistaa se, että se kykenee suorittamaan tehtävänsä itsenäisesti. Yhteistyön muodot päättäisi ESMA. Muut viranomaiset velvoitettaisiin avustamaan ESMA:a ja seuraamaan sen ohjeita. Avustamisen kustannukset maksaisi ESMA. Viranomaisia velvoitettaisiin jakamaan tietoa kunkin viranomaisen tehtävien hoitoa varten.

Mikäli ESMA havaitsisi kyselyn tai vertaisarvioinnin seurauksena, että jonkun maan kansallinen viranomainen ei toimisi riittävän kattavasti, ja tällä voisi olla haitallista vaikutusta finanssimarkkinoiden toimintaan, ESMA voisi edellyttää korjaavia toimia kansalliselta viranomaiselta. Jos tällä ei olisi vaikutusta, ESMA voisi kohdistaa toimia suoraan valvottavaan yhtiöön tai tuotteeseen, ja esimerkiksi edellyttää toiminnan keskeyttämistä. Kansalliset viranomaiset voitaisiin myös velvoittaa jakamaan tietoa keskenään yhteistyöalustojen kautta. Lisäksi kansalliset valvontaviranomaiset olisivat velvollisia avustamaan toisiaan hallinnollisten sanktioiden perimisessä yli rajojen.

Hallintorakenne

ESMA:n hallintoa ehdotetaan muutettavaksi siten, että nykyisen johtokunnan (Management Board) korvaisi uudenlainen johtokunta (Executive Board). Tällä hetkellä päättävältä on ESMA:ssa pääasiassa hallintoneuvostolla (Board of Supervisors), jossa on ESMA:n puheenjohtajan lisäksi kunkin EU-maan valvontaviranomaisen edustaja. Johtokunnassa (Management Board) on puheenjohtajan lisäksi kuusi hallintoneuvoston jäsentä.

Ehdotuksen mukaan johtokuntaan (Executive Board) valittaisiin viisi riippumatonta kokopäiväistä jäsentä ja merkittävä osa nykyisen hallintoneuvoston päätösvallasta siirrettäisiin johtokunnalle. Hallintoneuvosto säilyisi, mutta johtokunnan jäsenet olisivat myös hallintoneuvoston jäseniä. Nykyisin johtokunnan jäsenet valitsee hallintoneuvosto

keskuudestaan kahdeksi ja puoleksi vuodeksi kerrallaan. Ehdotuksen mukaan johtokunnan jäsenten valinnasta päättäisivät komission ehdotuksesta neuvosto ja parlamentti ja kunkin jäsenen toimikausi olisi viiden vuoden pituinen.

ESMA:n rahoitus

ESMA:n rahoituksesta noin 30 % kerätään nykyisin ESMA:n suorilta valvottavilta valvontamaksuina (mm. luottoluokittajat, kauppätietorekisterit, kolmansien maiden keskusvastapuolet), noin 43 % EU:n ja ETAn kansallisten valvontaviranomaisten maksuilla ja noin 27 % EU:n budjetista (osuudet laskettu ESMA:n vuodelle 2025 laatimasta budjetista). Suorien valvontamaksujen ulkopuolinen rahoitus on jaettu kansallisten valvojien ja EU-budjetin välille 60/40-suhteessa.

ESMA:n valvottavien määrän kasvaessa kerättäisiin huomattavasti nykyistä suurempi osa valvontamaksuilla suorilta valvottavilta. Kansallisten valvontamaksujen ja EU-budjetin välistä suhdetta ehdotetaan muutettavaksi 50/50-suhteiseksi niiltä osa-alueilta, jossa kansallisille valvojille jäisi jatkossa hyvin vähän tai ei lainkaan valvottavia. Muilta osin rahoituksessa säilyisi nykyinen 60/40-suhde.

Muita muutoksia

Lisäksi ehdotukseen sisältyy useita teknisiä muutoksia, kuten komission mahdollisuus laatia ja antaa teknisiä sääntelystandardeja, mikäli ESMA ei toimita luonnosta komissiolle määräaikaan mennessä, ja valvonnan depriorisoinnista kertovan tiedotteen laajempi mahdollistaminen tilanteessa, jossa sääntelyn noudattaminen aiheuttaisi poikkeustilassa markkinatoimijoille merkittäviä ongelmia.

3.8 Sijoitusrahastodirektiiviä (2009/65/EY) ja vaihtoehtorahastojen hoitajista annettua direktiiviä (2011/61/EU) sekä sijoitus- ja vaihtoehtorahastojen rajat ylittävää markkinointia koskevaa asetusta (EU 2019/1156) koskevat ehdotukset

Toimilupaprosessien harmonisointi, kansallisen poikkeavan sääntelyn poistaminen ja rahastoyhtiöiden ja vaihtoehtorahastojen hoitajien EU-passimenettelyn parantaminen rajat ylittävässä toiminnassa

Nykyisin toimiluvan myöntäminen yhdessä jäsenvaltiossa sisältää EU-passin tarjota rahastoja myös muissa jäsenvaltioissa. Toimilupaprosessia harmonisoitaisiin nykyistä tarkemmin toimiluvan sisältöä, muotoa, lomakkeita, aikamääriä ja tietosisältöjen standardointia koskevin yksityiskohtaisin säännöksin sekä erityisesti rajat ylittävää toimintaa tukevin ilmoituslomakkein. ESMA saisi valtuuden kehittää tietoteknisiä ratkaisuja ja antaa menettelyistä tarkat ohjeet. Menettelyt ohjattaisiin mahdollisimman paljon digitaalisesti käytettäväksi.

Sijoitusrahastodirektiivin ja vaihtoehtorahastojen hoitajia koskevan direktiivin kansallista liikkumavaraa koskevat säännökset esitetään poistettaviksi. Sijoitusrahastodirektiivissä näitä säännöksiä on useita ja ne mahdollistavat erilaisia palveluntarjontamalleja, kansallisia tulkintoja, lisäsääntelyä ja rajoituksia, jotka estävät aidon sisämarkkinan kehittymistä. Vaihtoehtorahastojen hoitajia koskevan direktiivin osalta kansallisen poikkeamismahdollisuuden poistaminen koskee erityisesti yhdenmukaistettuja menettelysääntöjä ja toiminnan vakautta koskevia säännöksiä, mutta liittyy myös sallittuihin palveluihin.

Ehdotuksessa esitetään muutoksia rahastoyhtiöiden ja vaihtoehtorahastojen hoitajien EU-passimenettelyyn sen parantamiseksi. Rajat ylittävän toiminnan aloittaminen voisi tapahtua nopeammin ilmoitusaikojä lyhentämälle sekä kieltämällä isäntävaltiota asettamasta lisävaatimuksia sille, kuinka toimintaa on kohdemaassa harjoitettava. Isäntävaltio ei voisi esimerkiksi vaatia sivuliikkeen perustamista tai asettaa tarjottaville palveluille muita lisävaatimuksia.

Rahastoyhtiöihin ja vaihtoehtorahastojen hoitajiin liittyvä EU-konsernin määritelmä

Ehdotuksessa esitetään uutta rahastoyhtiöihin ja vaihtoehtorahastojen hoitajiin liittyvää EU-konsernin määritelmää. Määritelmä sallisi rahastoyhtiön tai vaihtoehtorahastojen hoitajan konserniyhtiöiksi edellä mainittujen lisäksi myös EU:ssa toimiluvan omaavan sijoituspalveluyrityksen ja luottolaitoksen. EU-konsernissa resurssien kohdentamista konsernin eri yhtiöille ei enää pidettäisi ulkoistamisena, vaan työntekijät voisivat toimia ja teknisiä resursseja voitaisiin hyödyntää konserniyhtiöissä ilman, että toimintoja tai tehtäviä pidettäisiin konsernin sisäisenä tehtävien ulkoistamisena. Näillä toimilla vähennettäisiin hallinnollista taakkaa, kuten yleisiä hallintotehtäviä, due diligence tehtäviä ja sisäistä valvontaa verrattuna tilanteeseen, jossa toimintoja tai tehtäviä ulkoistetaan konsernin ulkopuolelle. Tehtäviin liittyvät vastuut eivät kuitenkaan muuttuisi eivätkä ns. postilaatikkoyhtiöt olisi edelleenkaan sallittuja.

EU-säilytysyhteisöpassi

Ehdotuksessa esitetään uutta ns. EU-säilytysyhteisöpassia, joka mahdollistaisi rahaston säilytysyhteisön valitsemisen vapaasti EU:ssa. Säilytysyhteisöpalvelujen tarjoajalla tulisi kuitenkin olla luottolaitoksen tai sijoituspalveluyrityksen toimilupa. Ehdotuksella tavoitellaan kilpailun lisäämistä ja palveluiden parempaa laatua erityisesti pienemmillä markkinoilla, joilla on vain harvoja säilytysyhteisöpalvelujen tarjoajia. Nykyisin säilytysyhteisön tulee sijaita rahaston kanssa samassa jäsenvaltiossa ja vain tiettyjen edellytysten vallitessa jäsenvaltio voi käyttää kansallista liikkumavaraa ja sallia säilytysyhteisöpalvelun tarjoamisen muusta jäsenvaltiosta.

Avaintietoasiakirjaa koskevien vanhentuneiden velvoitteiden poistaminen sijoitusrahastodirektiivistä, sijoitusrahastojen sijoitusrajoitusten muutokset, ns. white label/valkoinen etiketti -toimintaan liittyvän ilmoitusvelvollisuuden yksinkertaistaminen

Sijoitusrahastojen osalta poistettaisiin avaintietoasiakirjaa koskeva vaatimus vanhentuneena sijoitusrahastodirektiivistä, kun nykyisin PRIIPs-asetus asettaa edellä mainitun asiakirjan korvaavan velvoitteen. Lisäksi sijoitusrahastojen sijoitusrajoituksia väljennettäisiin niin, että jatkossa saman liikkeeseenlaskijan arvopaperistettuihin velkainstrumentteihin voisi sijoitusrahaston varoja sijoittaa nykyisen 10 %:n sijaan 15 %:a. Toinen keskeinen muutos koskisi indeksiä seuraavia sijoitusrahastoja, joihin nykyisin sovelletaan 20 %:n liikkeeseenlaskijakohtaista rajoitusta. Ehdotuksen mukaan indeksiä seuraaviin rahastoihin voitaisiin rinnastaa myös sellaiset sijoitusrahastot, joita hallinnoidaan muun ESMA:n hyväksymän indeksin perusteella.

Ns. white labeling (valkoinen etiketti) -palvelua tarjoavan rahastoyhtiön tai vaihtoehtorahastojen hoitajan tulisi jatkossa ilmoittaa toimintamallista toimilupaprosessin tai sen muutoksen yhteydessä. Tämä olisi lievennys sijoitusrahastodirektiiviä ja vaihtoehtorahastojen hoitajista annettua direktiiviä koskevaan muutosdirektiiviin, jotka ovat parhaillaan täytäntöönpantavina 16.4.2026 mennessä. Muutosdirektiivi edellyttää vaihtoehtorahastojen hoitajien ja rahastoyhtiöiden, jotka käyttävät white labeling rakenteita,

yksityiskohtaisesti selvittävän toimivaltaisille viranomaisille, että eturistiriidat hallitaan tehokkaasti.

Sijoitusrahastojen ja vaihtoehtorahastojen rajat ylittävää markkinointia koskevien säännösten siirtäminen asetukseen

Rahastojen markkinointiin liittyviä säännöksiä harmonisoidaisiin edelleen. Kansallisten eroavuuksien ehkäisemiseksi rajat ylittävää markkinointia koskevat säännökset siirrettäisiin sijoitusrahastodirektiivistä ja vaihtoehtorahastojen hoitajista annetusta direktiivistä yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavien yritysten rajat ylittävän markkinoinnin helpottamista koskevaan asetukseen (EU 2019/1156). Muutoksen tarkoituksena olisi edistää yhdenmukaisuutta, vähentää kansallisia eroavuuksia ja mahdollistaa keskitetyt prosessit, ilmoitusmenettelyt sekä rahastoyhtiöiden että vaihtoehtorahastojen hoitajien osalta, mutta myös valvojien toiminnassa.

ESMA:n valvontavaltuuksien laajentaminen

Ehdotuksessa esitetään ESMA:lle uusia valvontavaltuuksia suurten rahastoyhtiöiden ja vaihtoehtorahastojen hoitajien valvonnassa sekä muodollista koordinaattorin roolia tilanteissa, joissa koti- ja isäntävaltion toimivaltaiset viranomaiset ovat erimielisiä valvontaan liittyvässä asiassa. ESMA johtaisi vähintään vuosittain toistuvaa arviointiprosessia koskien suurimpia rajat ylittävää toimintaa harjoittavia rahastokonserneja. Suurena pidettäisiin sellaista rahastoyhtiötä tai vaihtoehtorahastojen hoitaja -konsernia, jonka hallinnoitavana olevat asiakasvarat olisivat määrältään vähintään 300 miljardia euroa ja toimintaa harjoitettaisiin vähintään kahdessa jäsenvaltiossa. ESMA voisi myös suositella korjaustoimia toimivaltaisille viranomaisille ja puuttua valvojien erilaisiin, päällekkäisiin tai puutteellisiin toimiin esimerkiksi rajat ylittävän toiminnan valvonnassa ja tarvittaessa myös keskeyttää rahastoyhtiön tai vaihtoehtorahastojen hoitajan tai säilytisyhteisön toiminnan. Lisäksi ESMA saisi valtuuden julkistaa ja ylläpitää tietoja isäntävaltioiden toimivaltaisten viranomaisten rahastoyhtiöille ja vaihtoehtorahastojen hoitajille asettamista viranomaismaksuista.

Direktiivin liittyisi 18 kuukauden täytäntöönpano-aika. Siirtymäaikoja ei ole ehdotettu direktiiviin eikä asetukseen.

3.9 Selvitysasetus ehdotus

Selvitysasetuksen soveltamisala ja määritelmät

Selvitysjärjestelmään osallistujan määritelmää ja siten nettoutuksen suojan vähimmäissoveltamisalaa ehdotetaan laajennettavaksi selvitysdirektiiviin verrattuna siten, että se kattaisi jatkossa kaikki selvitysjärjestelmän toimintaan osallistuvat tahot. Voimassa oleva määritelmä kattaa vain tietyt säännellyt rahoitusmarkkinatoimijat (mm. laitokset, keskusvastapuolen määritysosapuolet). Asetuksessa säädettäisiin myös siitä, millä edellytyksillä järjestelmän ylläpitäjä voisi hyväksyä näitä muita toimijoita selvitysjärjestelmän osallistujaksi. Poikkeuksellisissa, järjestelmäriskin vähentämiseen liittyvissä tilanteissa jäsenvaltio voisi laajentaa nettoutuksen suojan koskemaan myös ns. epäsuoria osallistujia, jotka osallistuvat järjestelmään varsinaisen osallistujan välityksellä.

Selvitysasetus koskisi rahoitusmarkkinadirektiivin mukaisten rahoitusvälineiden selvitystä. Jäsenvaltioiden viranomaisille annettaisiin mahdollisuus laajentaa nettoutuksen suojan soveltamisalaa nimetyissä järjestelmissä myös muunlaisiin instrumentteihin, jos se on järjestelmäriskin vuoksi perusteltua.

Asetukseen lisättäisiin uusia määritelmiä selvitysdirektiiviin verrattuna, kuten uudet arvo-osuuden (book entry) ja tilin (account) määritelmät. Vakuuden määritelmää laajennettaisiin kattamaan myös lohkoketjuteknologian avulla annetut tai kirjatut varat.

Selvitysjärjestelmien nimeäminen ja toiminta sekä kolmansien maiden järjestelmien rekisteröinti

Asetusehdotus sisältää uutta yksityiskohtaista sääntelyä selvitysjärjestelmien nimeämisestä (designation) ja toiminnasta. Jäsenvaltioiden tulisi valita viranomaiset asetuksessa säädettyjä tehtäviä varten ja ilmoittaa viranomaiset ESMA:lle.

Asetuksessa säädetty nettoutuksen ja vakuuksien suoja soveltuisi nimetyssä järjestelmässä tapahtuvaan selvitykseen. Järjestelmän ylläpitäjä voisi hakea kansalliselta viranomaiselta järjestelmän nimeämistä selvityasetuksen mukaiseksi järjestelmäksi. Viranomainen voisi nimetä sellaisen järjestelmän, johon sen kotijäsenvaltion laki soveltuu, jos vähintään yhdellä järjestelmän osallistujalla on kotipaikka kyseisessä jäsenvaltiossa.

Asetuksessa säädettäisiin hakemuksen sisällöstä, määrärajoista sen käsittelylle (yhteensä 100 päivää), selvitysjärjestelmälle ja sen ylläpitäjälle asetettavista vaatimuksista sekä nimeämisen peruuttamisesta esimerkiksi sen vuoksi, että järjestelmän ylläpitäjä tai järjestelmä vakavasti tai jatkuvasti rikkoo asetuksessa asetettuja vaatimuksia.

Asetusehdotus sisältää säännöksiä myös viranomaisten rajat ylittävästä yhteistyöstä. Jos toimivaltainen viranomainen aikoo peruuttaa järjestelmän nimeämisen, tulisi tämän pyytää mielipidettä järjestelmän ylläpitäjän kotivaltion viranomaiselta sekä eurooppalaisilta viranomaisilta (ESMA, Euroopan pankkiviranomainen, Euroopan keskuspankkijärjestelmä). Jos kyseessä olisi arvopaperikeskus tai keskusvastapuoli, niin myös valvonnasta vastaavan viranomaisen tulisi hyväksyä järjestelmän nimeämisen peruuttaminen.

Nettoutuksen suojan laajentaminen EU:n ulkopuolisten maiden järjestelmiin osallistuviin kansallisiin toimijoihin on selvitysdirektiivissä jätetty jäsenvaltioiden harkintaan. Asetusehdotuksen mukaan kolmansien maiden järjestelmät tulisi rekisteröidä kussakin sellaisessa jäsenvaltiossa, jossa on niihin osallistuvia jäseniä, jotta selvityasetuksen suoja soveltuu. Kolmannen maan järjestelmän ylläpitäjän tulisi tehdä rekisteröintihakemus ESMA:lle. Päätöksen hakemuksen hyväksynnästä tekisi kansallinen viranomainen kunkin jäsenvaltion osalta erikseen. Päätöksentekoprosessista on ehdotettu yksityiskohtaisia säännöksiä, jotka vastaavat suurelta osin EU:n järjestelmien nimeämisestä ehdotettua.

Nettoutuksen ja siirtomääräysten sitovuus, vakuuden haltijoiden suoja ja lainvalinta

Voimassa olevan selvitysdirektiivin sisältö on sisällytetty asetusehdotukseen tietyin täydennyksin. Kyseisissä säännöksissä säädettäisiin selvitysdirektiiviä vastaavalla tavalla mm. siitä, että siirtomääräykset ja nettoutus sitovat sivullisia myös osallistujaa koskevassa maksukyvyttömyysmenettelyssä, jos siirtomääräykset ovat tulleet järjestelmään ennen maksukyvyttömyysmenettelyn alkamista. Osallistujan maksukyvyttömyysmenettely ei vaikuttaisi taannehtivasti sellaisiin osallistujan järjestelmään osallistumisen yhteydessä muodostuneisiin oikeuksiin ja velvoitteisiin, jotka ovat syntyneet ennen maksukyvyttömyysmenettelyn alkamista. Tällaisiin oikeuksiin ja velvoitteisiin sovellettaisiin edelleen järjestelmään sovellettavaa lakia.

Lisäksi asetuksessa säädettäisiin selvitysdirektiiviä vastaavasti siitä, että vakuuden antaneen osallistujan maksukyvyttömyysmenettelyn alkaminen ei vaikuttaisi osallistujan oikeuteen sille

järjestelmän yhteydessä annettuun vakuuteen eikä jäsenvaltioiden keskuspankkien tai Euroopan keskuspankin (EKP) oikeuteen niille annettuun vakuuteen. Vakuus voidaan muuttaa rahaksi mainittujen oikeuksien turvaamiseksi.

Selvitysdirektiivin vakuusoikeuksia koskevaa lainvalintasääntöä on ehdotuksessa pyritty tarkentamaan. Esineoikeuksiin soveltuva laki määräytyisi edelleen omaisuuden sijaintipaikan mukaan (*lex rei sitae*), mutta sijaintipaikkaa tarkennettaisiin, koska siitä on säädetty eri jäsenvaltioissa eri tavoin (esimerkiksi Suomessa omaisuudenhoitotilin tilinhaltijan rekisterin tai kirjanpidon pitovaltio). Ehdotuksen mukaan oikeushenkilön ylläpitämän rekisterin, tilin tai talletusjärjestelmän sijaintipaikka olisi se jäsenvaltio, jossa kyseisellä oikeushenkilöllä on rekisteröity toimipaikka. Jos sijaintia ei pystytä tällä tavalla määrittelemään, sovellettavaksi tulisi järjestelmään soveltuva laki.

Selvitysdirektiiviin verrattuna uusia olisivat lopullista selvitystä (*final settlement*) koskevat säännökset. Ehdotuksen mukaan selvitys olisi lopullista, kun liiketoimen sopijapuolten velvoitteet on täytetty ehdoilla ja peruuttamattomasti järjestelmän sääntöjen sekä omistusoikeuden ja muiden oikeuksien siirtoon sovellettavan lain mukaisesti. Lisäksi direktiivin jäsenvaltio-optiot selvitystilillä olevien varojen tai arvopaperien taikka järjestelmän yhteydessä olevan luottojärjestelyn käytöstä muutettaisiin suoraan soveltuviksi.

Selvitysasetuksen siirtymäsäännökset ja toimivallan siirrot

Selvitysdirektiivin täytäntöön panneen kansallisen lain nojalla nimettyä selvitysjärjestelmää pidettäisiin asetuksen mukaisena selvitysjärjestelmänä viiden vuoden ajan taikka siihen asti, että selvitysjärjestelmä nimetään uuden asetuksen nojalla. Myös kolmansien maiden järjestelmille annettaisiin viiden vuoden siirtymäaika, jonka kuluessa ne tulisi rekisteröidä, tai nettoutuksen suoja lakkaa. Siirtomääräystä, joka on kirjattu järjestelmään ennen asetuksen voimaantuloa, mutta selvitetään sen jälkeen, pidettäisiin asetusehdotuksen mukaisena siirtomääräyksenä.

Komissio ehdottaa valtuuksia delegoiduilla säädöksillä laajentaa asetuksen soveltamisalaa muuttamalla määritelmiä ja tarkentaa lopullisen selvityksen käsitettä. Nämä delegoidut säädökset kuuluvat lainsäädännön alaan ja niillä on yhtymäkohtia kansalliseen varallisuus-oikeuteen. Lisäksi komissio ehdottaa valtuuksia antaa delegoituja säädöksiä selvitysjärjestelmän nimeämiseen ja rekisteröintiin liittyvistä teknisluontoisista yksityiskohdista.

Rahoitusvakuusdirektiivin muutokset

Rahoitusvakuusjärjestelyistä annetulla Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivillä 2002/47/EY (jäljempänä *rahoitusvakuusdirektiivi*) on yhdenmukaistettu ja kevennetty vakuussitoumuksille asetettavia muotovaatimuksia, tunnustettu rahoitusmarkkinoilla yleiset rahoitusvakuusmuodot (arvopaperit tai eräät muut rahoitusvälineet, tiliraha tai lainasaamiset) sekä varmistettu tällaisen vakuusvelkojan maksunsaantioikeudet konkurssi- ja muissa maksukyvyttömyystilanteissa.

Komissio ehdottaa, että rahoitusvakuusdirektiivin suojaamana rahoitusvakuutena pidettäisiin myös sellaista käteistä, rahoitusvälinettä ja lainasaamista, joka on laskettu liikkeeseen tai kirjattu käyttäen lohkoketjuteknologiaa (DLT). Lisäksi jäsenvaltiot voisivat laajentaa rahoitusvakuusdirektiivin antaman suojan koskemaan myös (muuta) sellaisia rahoitusmarkkinadirektiivissä tarkoitettuja rahoitusvälineitä, joilla käydään kauppaa pääomamarkkinoilla.

Rahoitusvakuusdirektiiviin lisättäisiin tilin määritelmä, joka viittaisi selvitysjärjestelmän määrittelyyn. Lisäksi erillisessä säännöksessä todettaisiin, että direktiivissä tili tai rekisteri voi tarkoittaa mitä tahansa sähköistä, myös lohkoketjuteknologiaan pohjautuvaa, tiliä tai rekisteriä. Muutokset olisi pantava täytäntöön 18 kuukauden kuluessa niiden voimaantulosta.

4 Ehdotuksen oikeusperusta ja suhde suhteellisuus- ja toissijaisuusperiaatteisiin

4.1 Oikeusperusta

Muutosehdotusten oikeusperustana on Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen (SEUT) 114 artikla, jonka nojalla Euroopan parlamentti ja neuvosto voivat antaa sisämarkkinoiden toteuttamista ja toimintaa koskevia yhdenmukaistamistoimenpiteitä. Kaikki ehdotuksen osat: pääasetus, päädirektiivi ja selvityksen lopullisuusasetus, perustuvat tähän artiklaan.

Lisäksi oikeusperustana on direktiivien osalta edellä mainitun sopimuksen (SEUT) 53 artiklan 1 kohta. Tämä artikla mahdollistaa direktiivien antamisen, joilla helpotetaan sijoittautumisvapautta ja palvelujen tarjoamista jäsenvaltioiden välillä.

Molemmat ehdotukset käsitellään tavallista lainsäätämisyhteistyötä noudattaen, jossa Euroopan parlamentti ja neuvosto hyväksyvät säädökset yhdessä. Neuvosto tekee ratkaisunsa määräenemmistöllä.

Valtioneuvosto katsoo, että ehdotusten oikeusperustojen on pidettävä asianmukaisena.

4.2 ESMA:lle siirrettävä toimivalta ja suhteellisuus/toissijaisuusperiaatteet

Edellä kuvatun mukaisesti ESMA:n toimivaltaa laajennettaisiin huomattavasti nykyisestä. Unionin virastot voivat mm. tehdä oikeudellisesti sitovia päätöksiä ja määrätä seuraamuksia. Niille ei kuitenkaan voida siirtää toimivaltaa, johon sisältyy laajaa harkintavaltaa tai jossa on tosiasiallisesti kyse poliittisen vallan käyttämisestä. Ehdotusten jatkokäsittelyssä on näin ollen varmistettava, että siirrettävän toimivallan sisältö ja sen käytön edellytykset on määritelty mahdollisimman selvästi ja tarkkarajaisesti.

4.3 Suhteellisuusperiaate

Suhteellisuusperiaatteen osalta ehdotukset ovat pääosin rajattuja ja kohdennettuja. Ehdotusten pääpaino on rajan yli toimimisen ongelmakohtien vähentämiseen.

Komission vaikutustenarviossa on arvioitu eri vaihtoehtojen tehokkuutta, vaikuttavuutta ja johdonmukaisuutta. Valittu sääntelyratkaisu on arvioitu parhaaksi keinoksi saavuttaa asetetut tavoitteet ilman, että se aiheuttaa tarpeetonta sääntelyrasitetta tai vaarantaa markkinoiden toimimista.

Valtioneuvosto pitää suhteellisuusperiaatteen kannalta ongelmallisena, että komissio ei ole edes arvioinut sellaista vaihtoehtoa, jossa selvitysjärjestelmässä ehdotetut muutokset tehtäisiin selvitysdirektiiviin. Selvitysdirektiivin muutos olisi uutta asetusta kevyempi ja tarkoituksenmukaisempi toimenpide komission tavoitteiden saavuttamiseksi.

Valtioneuvosto pitää muilta osin ehdotuksia suhteellisuusperiaatteen mukaisina.

4.4 Toissijaisuusperiaate

Toissijaisuusperiaatteen näkökulmasta ehdotukset ovat perusteltuja, koska kansalliset toimet eivät riittäisi saavuttamaan tavoiteltua sääntelyn yhdenmukaisuutta ja rahoitusmarkkinoiden tehokasta toimintaa. Ehdotuksessa on kyse ennen kaikkea rajan yli toimimisen esteiden vähentämisestä, ja esteiden madaltaminen harmonisoimalla kansallisia lainsäädäntöjä olisi huomattavasti hitaampaa ja tehottomampaa.

Valtioneuvosto pitää ehdotuksia toissijaisuusperiaatteen mukaisena.

5 Ehdotuksen vaikutukset

5.1 Komission vaikutusarvio

Komissio on laatinut ehdotuksesta vaikutusarvion (SWD(2025) 943 final).

Komission vaikutusarvion mukaan EUn pääomamarkkinat ovat alikehittyneet verrattuna mm. USAn markkinoihin ja sirpaloituneet valtionrajojen mukaisesti. Komission tavoitteena ovat:

- Markkinoiden yhdentymisen ja mittakaavaetujen edistäminen parantamalla markkinatoimijoiden mahdollisuuksia toimia saumattomammin eri jäsenvaltioissa. Tämän seurauksena rajat ylittävien liiketoimien odotetaan lisääntyvän ja halpenevan.
- Yhdennetyn valvonnan mahdollistaminen puuttamalla epäjohtonmukaisuuksiin ja monimutkaisuuksiin, jotka johtuvat kansallisten valvontalähestymistapojen hajanaisuudesta. Yhdennetty valvonta on olennaisen tärkeää markkinoiden yhdentymisen edistämiseksi, ja aloitteella pyritään tehostamaan valvontaa, edistämään rajat ylittävää toimintaa ja vastaamaan paremmin esiin nouseviin riskeihin vähentäen samalla yritysten turhaa räsitusta.
- Innovoinnin ja erityisesti hajautettujen tilikirjateknologioiden käyttöönoton helpottaminen. Tämä edistäisi kaupankäynnin ja kaupan jälkeisen toiminnan kilpailua parantaen markkinoiden toimintaa.

Komission näkemyksen mukaan sääntelyehdotuksessa esitetyt toimet tuottavat merkittäviä integraatiohyötyjä.

Ehdotuksessa yhdistyvät kaupankäyntiin ja kaupan jälkeisiin toimiin ja toimijoihin kohdistuvien vaatimusten laaja yhdenmukaistaminen sekä rajat ylittävän toiminnan esteiden poistaminen, valvonnan lähentymisvälineiden ja - valtuuksien (supervisory convergence) vahvistaminen sekä merkittävimpien infrastruktuurien valvonnan keskittäminen EU-tasolle.

Toimenpiteet helpottaisivat sääntelytaakkaa ja toiminnan monimutkaisuutta, mikä tehostaisi palvelujen tarjoamista yli rajojen ja edistäisi markkinoiden yhdentymistä. Toteuttamiskustannukset kohdistuisivat pääasiassa infrastruktuureihin ja kansallisiin viranomaisiin. Lisäksi ehdotukset vaativat merkittäviä resursseja ja infrastruktuurin kehittämistä ESMA:ssa, mikä rahoitettaisiin suurimmalta osin ESMA:n valvontamaksuilla. Kaikkien näiden kustannusten komissio odottaa kuitenkin olevan pienemmät kuin tehokkuuden paraneminen ja yksinkertaistaminen keskipitkällä aikavälillä.

Ehdotukset vähentäisivät liikkeeseenlaskijoiden ja sijoittajien oikeudellista epävarmuutta, alentaisi sääntöjen noudattamisesta aiheutuvia kustannuksia ja parantaisi ennustettavuutta.

DLT-pilottijärjestelmän joustavuuden lisääminen ja lohkoketjuteknologian käyttöä koskevat lainsäädännön muutokset kannustaisivat tekniikan tehokkaampaan käyttöön.

Valvonnan lähentymisen vahvistaminen ja yhdenmetympi valvontakehys tasoittaisivat toimintaedellytyksiä, rajoittaisivat sääntelyn katvealueiden hyväksikäyttöä ja vähentäisivät rajat ylittävään toimintaan liittyvää hallinnollista taakkaa.

Paketti helpottaisi sijoittajien mahdollisuuksia hyödyntää monipuolisia sijoitusmahdollisuuksia ja auttaisi yrityksiä hankkimaan pääomaa yli rajojen. Näin ollen se auttaisi parantamaan pääoman mobilisointia Euroopassa ja mahdollistaisi oikean rahoitusekosysteemin syntyminen EU:n strategisten painopisteiden tukemiseksi, talouden vahvistamiseksi ja kilpailukyvyyn parantamiseksi.

Vaikka aloite ei kohdistu erityisesti pk-yrityksiin, sillä voi komission mukaan olla myönteisiä vaikutuksia myös pk-yrityksille. Rahoitusalan pienemmät markkinatoimijat hyötyvät suurempien yritysten tavoin kustannusten ja hallinnollisen taakan pienenemisestä rajat ylittävissä palvelujen tarjonnassa. Lisääntynyt rajat ylittävä kilpailu voi ajaa tehottomammat pk-yritykset pois markkinoilta, mutta elinkelpoiset liiketoimintamallit omaavien pk-yritysten kasvu voi helpottua.

Komission vaikutusarvion mukaan rahastosääntelyn harmonisointi edesauttaisi rahastomarkkinan yhdentymistä sekä skaalaetujen syntymistä ja hyödyntämismahdollisuuksia lisääntyvän rajat ylittävän rahastotoiminnan ja rahastojen jakelun ansiosta. Vaikutusarvion mukaan rajat ylittävän rahastotarjonta lisääntyisi, rahastojen koko kasvaisi ja rahastojen hallinnointikustannukset laskisivat. Markkinoille tulon esteiden poistaminen lisäisi uusien rahastojen perustamista ja rahastoyhtiöiden ja vaihtoehtorahastojen hoitajien määrää ja koko kasvaisi. Myös useammassa kuin yhdessä EU-valtiossa toimivien rahastoyhtiö- ja vaihtoehtorahastojen hoitajakonsernien määrä lisääntyisi ja niiden toiminta laajenisi useampaan jäsenmaahan kuin aiemmin. Mahdollisuus nimetä säilytysyhteisö muusta EU-valtiosta kuin rahaston kotimaasta lisäisi rahastojen perustamista jäsenmaihiin, joissa säilytysyhteisöpalveluita on vain rajoitetusti saatavilla. Komission vaikutusarviossa ei nähdä negatiivisia vaikutuksia rahastoyhtiöille vaihtoehtorahastojen hoitajille, sijoitusrahastoille tai vaihtoehtorahastoille.

Komission mukaan selvitysasetus ehdotus johtaa vain pieniin hallinnollisiin kustannuksiin jäsenvaltioille, jotka johtuvat uuteen lainsäädäntöön sopeutumisesta ja uusista nimeämisprosesseista. Komission mukaan ehdotuksesta ei aiheudu muita kustannuksia. Kokonaisuutena ehdotus vähentäisi markkinatoimijoiden hallinnollisia kustannuksia erityisesti rajat ylittävissä tilanteissa. Tämä säästö koostuisi selvitysjärjestelmien ylläpitäjien ja muiden markkinatoimijoiden oikeudellisista kuluista, kun toimijoiden ei tarvitsisi erikseen tutustua eri jäsenvaltioiden lakeihin. Tämä poistaisi rajat ylittävän toiminnan esteitä. Lisäksi ehdotus vähentäisi valvontakustannuksia sekä edistäisi innovaatiota ja markkinatoimijoiden osallistumista kolmansien maiden rahoitusmarkkinoille niissä jäsenvaltioissa, joissa selvitysdirektiivin suojaa ei ole laajennettu koskemaan kolmansien maiden järjestelmiä.

Komissio järjesti julkisen kuulemisen selvitysdirektiivin ja rahoitusvakuusdirektiivin uudelleentarkastelusta vuonna 2021 (E 40/2021 vp). Tuon kuulemisen lopputuloksena komissio totesi vuonna 2023, että selvitysdirektiivi toimii hyvin, eikä tarvetta muutoksin ollut (COM(2023) 345 final).

Komissio on järjestänyt vuonna 2025 uuden kohdistetun kuulemisen, jossa selvitysdirektiiviä koskeviin kysymyksiin on vastannut 20–40 vastaajaa. Vaikutusarviossa todetaan, että selvitysdirektiivin lisäharmonisaatiota koskeva palaute oli jakautunutta. Vaikutusarviossa ei kerrota, kuinka moni vastaaja oli kannattanut selvitysdirektiivin muuttamista asetukseksi. Osa vastaajista on edelleen ollut sitä mieltä, että selvitysdirektiivi toimii hyvin. Lisäharmonisaatiota kannattivat suurin osa markkinatoimijoista ja erityisesti keskusvastapuolten edustajat, sellaiset markkinatoimijat, jotka käyttävät uutta teknologiaa, pankit ja pankkiyhdistykset. Arvopaperikeskukset ja alueelliset rahoitusmarkkinaosallistajat taas olivat sitä mieltä, että selvitysdirektiivi toimii hyvin.

Komission vaikutusarviot esitetyistä keinoista ovat pääsääntöisesti kuvailevia ja suuntaa antavia, varsinaisia numeerisia arvioita on hyvin vähän. Esimerkiksi selvitysasetusta koskevalta osin vaikutusarvio ei sisällä määrällisiä arvioita eikä siinä ole lainkaan arvioitu sellaista vaihtoehtoa, jossa ehdotetut muutokset tehtäisiin selvitysdirektiiviin.

Komission vaikutusarvion ensimmäinen versio oli saanut sääntelyntarkastelulautakunnalta kielteisen lausunnon. Vaikutusarvion päivitetty, sittemmin julkaistu versio oli saanut hyväksyvän lausunnon, mutta varauksin ja yhdeksänkohtaisen parannuskehottuksen kera.

5.2 Vaikutukset lainsäädäntöön ja taloudelliset vaikutukset

Kauppapaikat ja kaupankäynti

Rahoitusmarkkinadirektiivin kauppapaikkoja koskevat osuudet on implementoitu lakiin kaupankäynnistä rahoitusvälineillä (1070/2017), joka tulisi monilta osin kumota säännösten siirtyessä EU-asetukseen. Laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä sisältää myös jonkin verran kansallista sääntelyä, mm. koskien kolmansien maiden kauppapaikkoja ja tulisi harkittavaksi, voidaanko ja onko tarpeen säilyttää lakiin kyseiset osa-alueet. Myös sijoituspalvelulakiin tulisi tehtäväksi joitakin teknisiä muutoksia.

Ehdotuksessa merkittävyyden rajat on määritelty niin, että suurin osa kauppapaikoista siirtyisi todennäköisesti ESMA:n valvontaan. Merkittävien kauppapaikkakonsernien valvonnan siirtyminen ESMA:lle tarkoittaisi Nasdaq-konsernin valvonnan siirtymistä pois pohjoismaisilta ja baltialaisilta viranomaisilta. Suomessa Nasdaq Helsinki Oy:n ylläpitämän pörssin ja monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän siirtymisellä ESMA:n valvontaan olisi sekä taloudellisia että muita vaikutuksia, mistä enemmän kohdassa ESMA:n valvonta.

Kauppapaikoille ehdotetut helpotukset resurssien jakamisesta konserniyhtiöiden kesken johtaisivat todennäköisesti resurssien nykyistä suurempaan keskittämiseen, ja kauppapaikkakonsernien näkökulmasta kustannussäästöön.

Pitkällä tähtäimellä vaikutuksia olisi ennen kaikkea sillä, olisiko Suomessa jatkossa suomalainen markkinoiden ylläpitäjä. Pörssi ja pk-yritysten kasvumarkkina ovat toistaiseksi houkuttelleet uusia listautujia, ja näiden merkitys kyseisten yritysten rahoituksen keräämiselle on ollut tärkeä. Mikäli Suomessa ei olisi pörssiä, olisi erityisesti pienten ja keskisuurten toimijoiden pääsy arvopaperimarkkinoille mahdollisesti nykyistä vaikeampaa. Tällä voisi myös olla merkittävää vaikutusta listautumisissa ja listallaolossa käytettäviin palveluihin, niiden ylläpitoon ja saatavuuteen jatkossa. Komission ehdotuksen tavoite on edistää markkinatoimijoiden integroitumista. Ehdotukseen sisältyvät sellaiset toimet, joilla mahdollistettaisiin resurssien aiempaa helpompi allokointi konserniyhtiöiden välillä ja ehdotettu PEMO-malli mahdollistavat ketterämmän toiminnan konsernirakennetta muuttamatta. Merkittävien pörssikonsernien pakollinen päätyminen ESMA:n valvontaan ilman PEMO-

mallia saattaisi lisätä paineita konsernirakenteen yksinkertaistamiseen, sillä mitä useampi yhtiö ESMA:n valvonnassa olisi, sitä useampi valvontamaksu konsernilla olisi maksettavana. Valvontamaksujen suuruus ja määräytymisperusteet ehdotetaan määriteltäväksi myöhemmin.

Konsolidoitujen kauppätietojen julkistajan tietovaatimusten laajentaminen saattaisi pitkällä tähtäimellä hyödyttää sijoittajia sen ymmärtämisessä, missä kauppapaikassa milloinkin olisi paras hinta kullekin rahoitusvälineelle. Käytännön hyöty riippuisi kuitenkin siitä, olisiko sijoittajille pääsy näihin kauppapaikkoihin ja siitä, mikä on kunkin sijoittajan käytettävissä oleva tekninen nopeus tarjousten jättämiseen ja sen kautta kaupankäyntiin.

Kaupan jälkeiset toimet

Olennessa post-trading infrastruktuureihin, keskusvastapuoliin ja arvopaperikeskuksiin kohdistuva muutos on valvonnan keskittäminen ESMA:lle. Komission toteaa valvonnan keskittämisen kohdistuvan merkittäviin infrastruktuureihin. Käytännössä kuitenkin konsernirakenteesta riippuen myös pienet, vain kansallista merkittävyyttä omaavat toimijat voivat päätyä ESMA:n valvottaviksi. On vaikea arvioida kuinka monta infrastruktuuria lopulta jäisi kansallisten viranomaisten valvottaviksi, tätä ei myöskään ole avattu komission vaikutusarviossa. Todennäköisesti kuitenkin valtaosa toimijoista siirtyisi.

Toimivaltaisten viranomaisten mahdollisuus luopua ei-merkittävien infrastruktuurien valvonnasta ESMA:n hyväksi edistää edelleen infrastruktuurien siirtymistä ESMA:n valvontaan. Erityisesti tilanteissa, joissa infrastruktuuri on muuttunut ei-merkittäväksi ja siten olisi siirtymässä takaisin kansalliseen valvontaan, kansallinen valvoja saattaisi hyvinkin luopua valvonnasta, jottei sen tarvitse rakentaa valvontakyvykkyksiään uudelleen. Jollakin aikavälillä valvonta saattaa siten kokonaisuudessaan keskittyä ESMA:lle.

Valvonnan keskittämällä ESMA:lle on erittäin merkittävä negatiivinen vaikutus kansallisten viranomaisten tiedonsaannille ja vaikutusmahdollisuuksille kyseisiin rahoitusmarkkinainfrastruktuureihin liittyen ESMA:n päättäessä sen ja kansallisten toimivaltaisten viranomaisten välisen yhteistyön muodot ja sisällön itsenäisesti (katso tarkemmin alla kohdassa ESMA:a koskevat muutosehdotukset). Asia koskettaa erityisesti Finanssivalvontaa mutta myös muita viranomaisia, joiden rahoitusmarkkinatoimiin Finanssivalvonnan tiedonsaannilla ja vaikutusmahdollisuuksilla on vaikutusta. Kysymys on olennainen, koska kyseiset infrastruktuurit ovat jäsenvaltioille, myös Suomelle, systeemisesti merkittäviä. Suomen osalta on myös huomioitava suoran omistuksen järjestelmämme, jossa suomalaisten arvopaperiomistukset osakkeiden osalta sijaitseva arvopaperikeskuksessa. Infrastruktuurit, erityisesti keskusvastapuolet, ovat kaatuessaan merkittäviä tartuntalähteitä, vaikuttaen suoraan osapuoltensa taloudelliseen vakauteen. Siten niiden luotettava toiminta on jäsenvaltioiden kannalta oleellista.

Suomen osalta arvopaperikeskuksemme Euroclear Finland Oy siirtyisi ESMA:n valvottavaksi. Suomessa ei ole keskusvastapuolia, joten käytämme ulkomailla sijaitsevia keskusvastapuolia, joita valvovat kyseisten maiden toimivaltaiset viranomaiset. Finanssivalvonta osallistuu tällä hetkellä näiden valvontaan valvontakollegion jäsenenä, mikä ei enää jatkossa olisi mahdollista, koska valvontakollegiot lakkautetaan merkittävien keskusvastapuolten osalta. Esimerkiksi käyttämämme Hollannissa sijaitseva CBOE saattaa siirtyä ESMA:n valvontaan, mutta tätä ei voida käytettävissä olevin tiedoin lopullisesti arvioida.

Valvonnan keskittämisestä huolimatta taloudellinen vastuu kaupan jälkeisten toimien infrastruktuurista jää infrastruktuurin kotivaltioiden kannettavaksi. Siten, esimerkiksi mikäli

infrastruktuuri on vaarassa kaatua, joudutaan kansallisesti pohtimaan tarvetta sen pelastamiseksi ja kantamaan tästä aiheutuvat kustannukset.

Valvonnan keskittämisen kustannussäästöt ovat kyseenalaisia. ESMA valvoo ainoastaan EU-lainsäädännön noudattamista, joten valvontavastuu puhtaasti kansallisesta sääntelystä, Suomessa esimerkiksi arvo-osuustililain sekä arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetun lain kansalliset määräykset, jää kansallisille toimivaltaisille viranomaisille. Samoin kansalliset toimivaltaiset viranomaiset joutuvat säilyttämään valvontakykynsä ainakin osin tukeakseen ESMA:a sen valvonnassa. Siten on kyseenalaista, voidaanko kansallisten toimivaltaisten viranomaisten valvontamaksuja laskea niin paljon, että se kattaisi ESMA:n jatkossa veloittamat valvontamaksut.

Markkinoiden integraation osalta komission vaikutusarvion mukaan arvopaperikeskukset ovat jo pitkälti yhdentyneet. Kolme suurinta arvopaperikeskusryhmää (Euroclear, Euronext ja Deutsche Börse) vastaavat 96 % EU:n arvopaperikeskustoimituksesta ja 93 % hallussapidetyistä varoista. Siten arvopaperikeskusmarkkina on jo varsin keskittynyttä.

Esitetyt toimet eivät myöskään välttämättä saavuta komission esittämiä tavoitteita sijoitusmahdollisuuksien lisäämistä, rajan ylittävän pääoman hankinnan helpottamisesta tai sääntelyn virtaviivaistamisesta kustannustehokkuuden parantamiseksi. Esitetyt toimet eivät esimerkiksi puutu kansallisen sääntelyn ja käytäntöjen eroavaisuuksiin. Sääntelyehdotuksesta ei käy ilmi miksi näinkin laaja toimilupa- ja valvontamenettelyiden siirto ESMA:lle olisi tarpeen harmonisoinnin tueksi vai voitaisiinko valvonnan yhtenäistäminen saavuttaa myös muin keinoin, esimerkiksi valvontayhteistyötä lisäämällä. On epäselvää, miten pitkälle valvonnan keskittäminen ylipäänsä edistäisi rajat ylittävää palveluntarjontaa. ESMA voisi keskitettynä valvojana toimiessaan periaatteessa saada integraation käytännön esteistä paremman kokonaiskuvan kuin nykytilanteessa, jossa valvonta on hajautettu eri jäsenvaltioihin, mutta tämäkin tieto voitaisiin todennäköisesti saada valvontayhteistyöllä ilman valvonnan keskittämistä.

Varautumisen näkökulmasta integraatitavoite ei ole täysin ongelmaton. Palveluntarjonnan keskittyminen vain muutamille toimijoille sekä tukeutuminen merkittävässä määrin ulkomaiseen palveluntarjontaan on ongelmallista. Hajautettu palveluverkko on kestävämpi ja sijainti Suomessa vähentää riippuvuutta esimerkiksi kansainvälisistä tietoliikenneyhteyksistä. On myös huomattava, että markkinainfrastruktuurit ovat toimineet luotettavasti ja vakaasti huolimatta viime vuosien markkinashokeista ja geopoliittisen tilanteen negatiivisesta kehittämisestä. Tämä ei tue valvonnan keskittämistä ESMA:lle.

On epäselvää, miten liikkeeseenlaskijan valinnanvapautta koskevat muutosehdotukset vaikuttavat lainvalintaan. Ehdotuksesta ei ilmene, ja sen vuoksi tulisi selvittää, miten on tarkoitus varmistua kansallisten tärkeimpien yhtiöoikeudellisten säännösten ja periaatteiden soveltumisesta, kun yhtiölle valitaan ulkomainen arvopaperikeskus.

Lohkoketjuteknologia

Toistaiseksi DLT-pilottiasetuksen mukaisia erityislupia on myönnetty varsin vähän, yhteensä kuusi vuosien 2024 ja 2025 aikana. Erityislupien käsittelyssä esiin nousseita ongelmakohtia on pyritty ehdotuksella ratkomaan, ja onkin todennäköistä, että lupien hakijoiden määrä kasvaa jonkin verran nykyisestä. Toistaiseksi Suomessa ei ole erityislupien mukaisia toimijoita.

DLT-pilottiasetuksen mukaisten erityislupien vähäisestä kysynnästä huolimatta viime vuosina on kuitenkin tutkittu paljon DLT-teknologian käyttöä. Esimerkiksi Euroopan keskuspankki

toteaa, että viime vuosina on saavutettu merkittäviä edistysaskeleita DLT-teknologian käytön ja niin kutsutun tokenisaation saralla. Euroopan keskuspankki toteaa, että mahdollisuuksia on nähtävillä erityisesti tukkutason markkinoilla. Samalla on tärkeää varmistaa, että DLT-teknologian käyttö tapahtuu turvallisesti ja tehokkaasti. DLT-teknologiaan liittyvät riskit voivat olla luonteeltaan mm. operatiivisia, hallinnollisia tai esimerkiksi teknologian yhteentoimivuuteen liittyviä. Ehdotus tuo toimijoille oikeusvarmuutta DLT-teknologian käyttöön otossa ja vastaa samalla teknologian mahdollisiin riskeihin.

Vaikutukset rahastoyhtiöiden ja vaihtoehtorahastojen hoitajien toimintaan sekä sijoitus- ja vaihtoehtorahastoille

Sijoitusrahastodirektiiviä ja vaihtoehtorahastojen hoitajista annettua direktiiviä koskevien muutosten kansallinen täytäntöönpano sekä säännösten siirtäminen direktiivistä asetukseen edellyttäisivät muutoksia sijoitusrahastolakiin ja vaihtoehtorahastojen hoitajista annettuun lakiin sekä mahdollisesti Finanssivalvonnasta annettuun lakiin. Muutosten täytäntöönpanosta aiheutuu pääosin kertaluonteista hallinnollista taakkaa ja kustannuksia sekä rahastoyhtiöille että vaihtoehtorahastojen hoitajille. Muutoksista aiheutuu osin kertaluonteista ja osin mahdollisesti pysyvää hallinnollista taakkaa ja kustannuksia myös Finanssivalvonnalle. Muutoksista ei aiheudu suoria taloudellisia vaikutuksia sijoittajille.

ESMA:a koskevat muutosehdotukset

ESMA:n valvonta- ja sanktiointivaltuuksia koskevat muutokset aiheuttaisivat muutostarpeita lakiin Finanssivalvonnasta ja lakiin Finanssivalvonnan valvontamaksuista. Lisäksi muutoksia tulisi sektorilainsäädäntöön siltä osin, kun Finanssivalvonta on siellä nimetty valvovaksi viranomaiseksi.

Valvonnan keskittymisellä ESMA:lle olisi erittäin merkittävä vaikutus kansallisten viranomaisten tiedonsaannille ja vaikutusmahdollisuuksille. Kansallisten toimivaltaisten viranomaisten valvontavaltuuksien, valvontakollegioiden lopettamisen ja ESMA:n hallinnon muutosten myötä yhteistyö ESMA:n ja kansallisten viranomaisten välillä jäisi käytännössä ESMA:n päätösvalan varaan. Periaatteessa ESMA:n edellytetään toimivan yhteistyössä kansallisten viranomaisten kanssa, mutta koska päätöksenteko yhteistyön toimintamalleista on keskitetty ESMA:n johtokunnalle (Executive Board), jossa ei ole kansallisten viranomaisten edustusta, jäisi kansallisille viranomaille hyvin vähän vaikutusvaltaa. Ehdotuksessa myös edellytetään, että ESMA:n on kyettävä hoitamaan valvontatehtävänsä itsenäisesti, jolloin herää kysymys, onko yhteistyötä koskevien säännösten tarkoitus olla pääsääntöisesti siirtymäajaksi tarkoitettuja, kunnes ESMA on kehittänyt itselleen riittävän valvontakapasiteetin. Lisäksi kansallisten valvontaviranomaisten mahdollisuus ylläpitää ESMA:n tarvittaessa saatavilla olevaa ESMA:n valvontaan siirtyvien osa-alueiden osaamista valvontamaksujen pienennyttä tai poistuttua, olisi huomattavasti nykyistä vaikeampaa ilman, että kustannukset kohdistuisivat muihin valvottavaryhmiin.

Kaupankäynnin valvontaa ei ehdoteta siirtyväksi ESMA:lle, joten tiedonkulku kauppapaikan valvojan ja kaupankäynnin valvojan välillä edellyttäisi uusia yhteistyötapoja.

ESMA:n valvontaan päätyvien kauppapaikojen, arvopaperikeskusten, keskusvastapuolten ja kryptovarapalvelun tarjoajien näkökulmasta valvonta olisi siinä mielessä helpompaa, että vaatimukset olisivat kaikille saman alan toimijoille samat ja tietoa ja kyselyvastauksia toimitettaisiin vain yhteen paikkaan. ESMA:n valvontamaksut olisivat hyvin todennäköisesti kalliimmat kuin Finanssivalvonnan valvontamaksut. Kauppapaikkakonsernit saattaisivat

pitkällä tähtäimellä vähentää toimiluvallisten yhtiöiden määrää, jolloin konsernien valvontamaksut ESMA:lle saattaisivat hieman laskea.

Kryptovarapalvelun tarjoajien valvontaa ehdotetaan siirrettäväksi kansallisilta viranomaisilta ESMA:lle yhtiöiden koosta riippumatta. Varsinkin pienten kryptovarapalvelun tarjoajien valvontamaksut nousisivat hyvin todennäköisesti merkittävässä määrin nykyisestä ja pienten toimijoiden hallinnollinen taakka kasvaisi. Finanssivalvonta on myöntänyt tällä hetkellä viisi kryptovaramarkkina-asetuksen mukaista toimilupaa. Kaikki suomalaiset toimilupien haltijat ovat pk-yrityksiä (Bittimaatti Oy, Coinmotion Oy, Kvarn Capital Oy, Northcrypto Oy ja Tesseract Investment Oy). On mahdollista, että ne eivät hakisi enää jatkossa toimilupaa, vaan sulautuisivat muihin toimijoihin tai lopettaisivat toimintansa.

Toimijoiden siirtyminen ESMA:n valvontaan pienentäisi Finanssivalvonnan valvontamaksuja, mutta toisaalta valvontaresurssien tarve pienenisikin myös jonkin verran. Toimijoiden vähenemisellä voisi olla verotuloja pienentävä vaikutus.

Kansallisten viranomaisten vaikutusmahdollisuudet ESMA:n toimintaan heikkenisivät nykyisestä. Päätösvallan siirtyminen monilta osin hallintoneuvostolta johtokunnalle yksinkertaistaisi ja mahdollisesti nopeuttaisi päätöksentekoprosesseja.

Selvityasetusehdotus

Suomessa selvitysdirektiivi on pantu täytäntöön eräistä arvopaperi- ja valuuttakaupan sekä selvitysjärjestelmän ehdoista annetulla lailla (1084/1999, jäljempänä *nettoutuslaki*). Nettoutuslaki sisältää poikkeuksia mm. konkurssilain (120/2004), yrityksen saneerauksesta annetun lain (47/1993), takaisinsaannista konkurssipesään annetun lain (758/1991) ja ulosottokaaren (705/2007) säännöksistä. Lähtökohtaisesti nettoutuslaki olisi kumottava, kun nettoutuksen suojasta säädettäisiin jatkossa asetuksella. Asetuksen mukaisista toimivaltaisista viranomaisista olisi kuitenkin säädettävä kansallisesti.

Nettoutuslain soveltamisala on monella tavoin laajempi kuin komission ehdottaman asetuksen. Nettoutuslaki esimerkiksi koskee asetusehdotuksen soveltamisalan, eli sijoituspalvelulain (747/2012) 1 luvun 14 §:ssä tarkoitettujen rahoitusvälineiden lisäksi muiden niihin rinnastettavien arvopaperien ja johdannaissovimusten sekä Suomessa tai muussa maissa laillisen valuutan tai valuuttayksikköjen kauppaa (1 §:n 1 momentin 1 kohta). Lisäksi lakia sovelletaan myös sellaiseen arvopaperi-, johdannaiss- ja valuuttakauppaan liittyvien maksu- ja toimitusvelvoitteiden nettouttamiseen, jota ei toteuteta selvitysjärjestelmässä (1 §:n 2 momentti). Nettoutuslain osapuolen määritelmä vastaa jo komission asetusehdotuksen laajempaa määritelmää (2 §:n 4 momentti).

On epäselvää, miltä osin asetusehdotuksen soveltamisalaa laajempi nettoutuksen suoja voitaisiin säilyttää. Komissio ilmeisesti pyrkii ehdotuksellaan täysin yhtenäiseen nettoutuksen suojan soveltamisalaan. Kyse on kuitenkin poikkeuksista pääosin harmonisoimattomaan kansalliseen yksityisoikeuteen ja insolvenssioikeuteen, joten tätä tavoitetta lienee mahdotonta asetuksellakaan saavuttaa. Huomionarvoista on myös se, että Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EU) 2019/1023 uudelleenjärjestelystä ja maksukyvyttömyydestä (ns. ensimmäinen maksukyvyttömyysdirektiivi) sekä neuvoston ja Euroopan parlamentin välinen neuvottelutulos ns. toisesta maksukyvyttömyysdirektiivistä (U 101/2022 vp) tunnistavat Suomenkin vaatimuksesta sen, että jäsenvaltioissa on säädetty nettoutuksen suojasta maksukyvyttömyysmenettelyissä selvitys- ja rahoitusvakuusdirektiiviä laajemmin – ja mahdollistavat esimerkiksi poikkeukset takaisinsaannista tätä varten. Nettoutuksen suojan kaventamisella voisi olla epätoivottuja vaikutuksia Suomen rahoitusmarkkinoilla, kun

selvityksen lopullisuuteen ei voitaisi enää yhtä laajasti luottaa ja maksuja voitaisiin esimerkiksi peräyttää konkurssipesään nykyistä useammin.

Nettoutuslain mukaan selvitysjärjestelmää ei tarvitse erikseen nimetä, jos se on lain 2 §:n 1 momentin 1 tai 2 kohdassa tarkoitettu sääntöihin perustuva järjestelmä, kuten arvopaperikeskuksen tai keskusvastapuolen ylläpitämä selvitysjärjestelmä. Valtiovarainministeriö voi momentin 3 kohdan nojalla nimetä myös muun järjestelmän selvitysdirektiivin mukaiseksi järjestelmäksi tai sitä vastaavaksi järjestelmäksi. Ennen järjestelmän nimeämistä valtiovarainministeriön on pyydettävä lausunto Suomen Pankilta ja Finanssivalvonnalta ja vain direktiivin edellytykset täyttävät järjestelmät ilmoitetaan ESMA:lle (14 §). ESMA:n 3.11.2025 päivitetylle listalle selvitysdirektiivin mukaisista selvitysjärjestelmistä on Suomesta ilmoitettu yksi arvopaperien selvitysjärjestelmä (Euroclear Finland Ltd) ja kuusi maksujärjestelmää (Target2-Suomen Pankki -järjestelmä, OP Ryhmän keskinäisiä maksuvelvoitteita koskeva selvitysjärjestelmä, ACH Finland selvitysjärjestelmä, Pankkien väliset online pikasiirrot ja shekit järjestelmä, Säästöpankkien Keskuspankki Suomi Oy selvitysjärjestelmä ja Automatia Real-time Payment Platform (ARPP)). Näiden järjestelmien tulisi asetuksessa säädetyn siirtymäajan kuluessa hakea nimeämistä asetuksen mukaiseksi järjestelmäksi. Järjestelmien nimeämistä koskeva sääntely moninkertaistuisi nykytilaan verrattuna, mikä aiheuttaisi lisätehtäviä sekä järjestelmien ylläpitäjille että viranomaisille.

Suomalaiset toimijat käyttävät kolmansien maiden selvitysjärjestelmiä esimerkiksi valuuttajohdannaisten selvittämiseen. Suomen nettoutuslaki koskee kolmansien maiden selvitysjärjestelmien osapuolena olevia suomalaisia yhteisöjä ja niiden selvitysjärjestelmään osallistumisen yhteydessä antamia vakuuksia. Suojan soveltuminen ei vaadi erillisiä toimenpiteitä. Ehdotetun hallinnollisesti raskaan rekisteröintimallin riskinä on, että suomalaisten osapuolten mahdollisuus osallistua kansainvälisille markkinoille heikentyy nykyisestä.

Rahoitusvakuusdirektiivi on pantu täytäntöön rahoitusvakuuslailla (11/2004), jota täytyisi ehdotuksen seurauksena muuttaa ainakin siten, että sen mukaisena vakuutena pidettäisiin myös kryptovaroja. Kryptovaroja voitaisiin käyttää myös selvitysasetuksen mukaisina selvitysjärjestelmään osallistumisen yhteydessä annettavina vakuuksina. Sekä nettoutuslain että rahoitusvakuuslain näkökulmasta olennaista on, että suojatut vakuudet ovat tehokkaita myös maksukyvyttömyysmenettelyssä. Epävarmuus vakuuksien rahaksimuutossa voi heikentää luottamusta näiden lakien takaamaan suojaan ja siten rahoitusvakautta.

Ehdotuksen taloudellisia vaikutuksia Suomessa ei ole tässä yhteydessä voitu arvioida kattavasti. Taloudelliset vaikutukset ja niiden suuruusluokka arvioidaan jatkovalmistelussa tarkemmin.

6 Ehdotuksen suhde perustuslakiin sekä perus- ja ihmisoikeuksiin

Valtioneuvosto ei katso ehdotusten olevan ristiriidassa Suomen perustuslain tai Suomea sitovien perus- ja ihmisoikeusvelvoitteiden kanssa. Ehdotuksella ei arvioida olevan välittömiä vaikutuksia perus- ja ihmisoikeuksien toteutumiseen.

7 Ahvenanmaan toimivalta

Asia kuuluu Ahvenanmaan itsehallintolain (1144/1991) 27 §:n perusteella valtakunnan lainsäädäntövaltaan.

8 Ehdotuksen käsittely Euroopan unionin toimielimissä ja muiden jäsenvaltioiden kannat

Ehdotuksen vastuuvaliokunta Euroopan parlamentissa on talous- ja raha-asioiden valiokunta (ECON). Ehdotukset esiteltiin talous- ja rahoitusasioiden neuvostossa 12.12.2025. Saksa ja Ranska julkaisivat kokouksen yhteydessä yhteisen lausuman, jossa ilmaisevat avoimuutensa ja tukensa ehdotuksille, joskin tietyin varauksin erityisesti valvonnan keskittämisen osalta. Muiden jäsenvaltioiden viralliset kannat eivät ole vielä tiedossa.

Ehdotuksen käsittely on alkanut neuvoston rahoituspalvelutyöryhmässä.

9 Ehdotuksen kansallinen käsittely

Valtioneuvoston kirjelmä on valmisteltu valtiovarainministeriön ja oikeusministeriön yhteistyönä. Asetus- ja direktiiviehdotukset sekä niihin liittyvä luonnos valtioneuvoston kirjelmäksi ovat olleet lausunnolla EU-asiain komitean rahoituspalvelut ja pääomaliikkeet - jaoston (jaosto 10) kirjallisessa menettelyssä 13.–21.1.2026.

Valtioneuvoston kirjelmä on käsitelty EU-ministerivaliokunnan kirjallisessa menettelyssä 4.–5.2.2026.

10 Valtioneuvoston kanta

Pääomamarkkinaunionin tulevaisuudesta annetussa selvityksessä (E 44/2024 vp) on muodostettu muun muassa seuraavat kannat:

Suomi pitää erittäin tärkeänä Euroopan laajuisen pääomamarkkinan kehittämistä ja kannattaa pääomamarkkinaunionin loppuunsaattamiseen tähtääviä toimenpiteitä. Kestävää kasvua vahvistavan pääomamarkkinaunionin tavoitteena tulisi olla eurooppalaisen pääomamarkkinan syventäminen ja laajentaminen yritysten rahoituksen saatavuuden parantamiseksi, kestävän talouskasvun aikaansaamiseksi, rahoitusjärjestelmän monipuolistamiseksi sekä rahoitusmarkkinoiden kriisinkestävyys vahvistamiseksi markkinaehtoista riskinjakoa parantamalla. Suomi edistää yhteisten eurooppalaisten ratkaisujen löytymistä pääomamarkkinoiden kehittämiseksi osana strategisen kilpailukyvyn vahvistamista.

Suomi korostaa, että pääomamarkkinaunionia syventävien politiikkatoimien lähtökohtana tulee olla pääoman vapaa liikkuvuus, terveen kilpailun mahdollistaminen, riskien läpinäkyvyyden lisääminen ja niiden tehokas hinnoittelu, kustannustehokkuus sekä sijoittajien tasapuolinen kohtelu. Suomi suhtautuu myönteisesti tavoitteeseen keventää sääntelyä ja vähentää byrokratiaa.

Suomi suhtautuu avoimesti ehdotuksiin pääomamarkkinoiden valvonnan keskittämisestä. Suomen näkemyksen mukaan EU:n pääomamarkkinoiden kannalta keskittämisen vaikutuksia tulisi arvioida ensimmäisessä vaiheessa suurimpien pääomamarkkinatoimijoiden ja rahoitusmarkkinainfrastruktuurin näkökulmasta. Suomi pitää tärkeänä yhteisen sääntökirjan kehittämistä ja sääntelyfragmentaation vähentämistä askeleina kohti yhdenmukaisempaa valvontaa.

Säästö- ja sijoitusunionia koskevasta komission tiedonannosta annetussa selvityksessä (E 34/2025 vp) on muodostettu muun muassa seuraavat kannat:

Suomi korostaa, että riittävällä sääntelyllä on tärkeä rooli rahoitusmarkkinoiden vakauden ja sijoittajansuojan turvaajana, mutta samalla on huolehdittava, ettei velvoitteilla nosteta rahoituksen hintaa tai saatavuutta kohtuuttomasti eikä luoda markkinoille tulon esteitä. Sääntelyä kevennettäessä rahoitusjärjestelmän järjestelmäriskit eivät saisi merkittävästi kasvaa, ja että riskien tulisi päätyä niiden toimijoiden kannettavaksi, joiden riskinkantokyky myös sallii sen.

Suomi korostaa, että säästämis- ja sijoittamisunionin toteuttamisessa painopiste tulee olla toimenpiteissä, joilla aidosti kehitetään EU:n laajuisten pääomamarkkinoiden kehittämistä nykyisen pankkikeskeisen rahoitusjärjestelmän rinnalla.

EU:n kilpailukyvyn kannalta on tärkeää varmistaa rahoitusjärjestelmän vahva häiriönsietokyky ja sääntelyn ennakoitavuus, erityisesti ottaen huomioon globaalin talouden epävarmuustekijät.

Valtioneuvosto tarkentaa kantojaan säästämis- ja sijoitusunioniin liittyviin toimiin komission annettua niistä varsinaiset ehdotukset.

Näitä kantoja täydennetään seuraavasti:

Yleisesti ehdotuksesta

Valtioneuvosto pitää myönteisenä, että ehdotus sisältää toimia sääntelyn yksinkertaistamiseksi, vaikkakin eräiltä osin ehdotus sisältää nykyistä yksityiskohtaisempaa sääntelyä. Sääntelyn monimutkaistumista lisäävien elementtien tulisi olla tarkasti kohdennettuja ja perusteltuja suhteessa säänneltävän kohteen luonteeseen ja tavoiteltuihin hyötyihin.

Valtioneuvosto pitää yhteismarkkinan skaalaetujen hyödyntämistä tärkeänä myös rahoitusmarkkinoilla osana Euroopan strategisen kilpailukyvyn vahvistamista. Integraatiota ja sen edistämisen keinoja arvioitaessa tulisi kuitenkin huomioida myös niiden vaikutukset varautumiseen.

Valtioneuvosto kiinnittää huomiota siihen, että muutosehdotusten vaikutuksia on arvioitu niukasti. Valtioneuvosto pitää tärkeänä, että sääntelymuutosten vaikutuksista saadaan lisätietoa neuvottelujen aikana.

Rajat ylittävä palveluntarjonnan edistäminen ja konsernien toiminnan integrointi

Valtioneuvosto suhtautuu pääsääntöisesti myönteisesti esitettyihin keinoihin rajat ylittävien palveluiden edistämiseksi. Keinoihin liittyvien etujen tulee ylittää niistä aiheutuvat haitat, esimerkiksi markkinaosapuolille aiheutuvat kustannukset arvopaperikeskusten välisten linkkien perustamisesta eivät saisi muodostua kohtuuttomiksi.

Valtioneuvosto suhtautuu myönteisesti rahastosääntelyn ja rahastomarkkinoiden yhdentymiskehitykseen, rajat ylittävän rahastojen tarjoamisen esteiden poistamiseen sekä hallinnollisen taakan vähentämiseen rahastotoiminnassa. Valtioneuvosto katsoo, että lupamenettelyjen yhdenmukaistaminen ja digitalisointi sekä markkinoinnin edellytysten yhtenäistäminen helpottaa ja joustavoittaa toimintaa. Ehdotettuja lukuisia muutoksia on pidettävä merkittävänä ja niiden täytäntöönpanosta aiheutuisi merkittävää kertaluonteista hallinnollista taakkaa. Tämän vuoksi valtioneuvosto pitää tärkeänä, että muutosten täytäntöönpanoa pyrittäisiin helpottamaan kohtuullisin siirtymäajoin. Lisäksi säännöksiä tarkentavaksi aiottu ns. 2-tason sääntelyn valmistuminen tulisi ajoittaa niin, että se olisi käytettävissä 1-tason täytäntöönpanon aikaan.

Ottaen huomioon, että toimiluvan myöntäminen yhdessä jäsenvaltiossa jo nykyisin sisältää EU-passin tarjota rahastoja myös muissa jäsenvaltioissa, valtioneuvosto kannattaa esitettyä pidemmälle menevää harmonisointia ja samalla yksinkertaistamista rahastojen EU-passimenettelyssä. Valtioneuvosto katsoo, että rajat ylittävän rahastojen hallinnointiin ja jakeluun liittyvistä ilmoitusmenettelyistä luopumalla voitaisiin vähentää merkittävästi enemmän hallinnollista taakkaa kuin nyt ehdotetuin säännöksiin. Ilmoitusmenettelyn sijaan toimilupaan ja hyväksytyihin rahastoihin liittyvät tiedot olisivat helposti kaikkien jäsenvaltioiden saatavilla yhdessä jäsenmaassa myönnetyn toimiluvan tai tehdyn päätöksen mukaisina esimerkiksi ehdotuksessa kuvatun tietojen keruuseen tarkoitetun alustan tai muun vastaavan rekisterin kautta. Valtioneuvosto voi kuitenkin toissijaisesti hyväksyä myös komission ehdotuksen mukaiset muutokset.

Valtioneuvosto kannattaa erityisesti komission esityksen mukaista uutta EU-säilytysyhteisöpassia, joka mahdollistaisi rahaston säilytysyhteisön valitsemisen vapaasti EU:ssa.

Valtioneuvosto suhtautuu myönteisesti ehdotuksiin konsernien sisäisten ulkoistamisten helpottamiseksi. Samalla on kuitenkin huolehdittava siitä, että konserniyhtiöiden vastuut ovat selkeät ja ettei keskittäminen johda ns. postilaatikkoyhtiöihin.

Kauppätietojen konsolidoitu julkistaminen

Valtioneuvosto suhtautuu avoimesti konsolidoitujen osakekauppätietojen tarjoajan julkaistaviksi tulevien tietojen laajuuteen.

DLT-teknologian käytön edistäminen

Valtioneuvosto suhtautuu avoimesti DLT-teknologian ja EU:n valuuttoihin pohjautuvien sähkörahatokenien käytön edistämiseen ottaen huomioon näiden käyttöön liittyvät riskit.

Valvonnan siirtäminen kansallisilta valvontaviranomaisilta ESMA:lle

Valtioneuvosto pitää ensisijaisena valvonnan harmonisointikeinona yhteisen sääntökirjan kehittämistä ja sääntelyfragmentaation vähentämistä. Valtioneuvosto tarkastelee avoimesti ehdotuksia valvonnan keskittämiseen etenkin suurimpien toimijoiden osalta, jotka toimivat useassa EU-maassa. Erityisesti valtioneuvosto suhtautuu myönteisesti valvonnan keskittämiseen ESMA:lle suurten kryptovarapalvelun tarjoajien osalta ja kannattaa ehdotusta uudeksi vapaaehtoiseksi yleiseurooppalaiseksi markkinoiden ylläpitäjä -toimintamalliksi (PEMO).

Neuvotteluissa on tärkeää arvioida ylittävätkö valvonnan keskittämisen edut niistä mahdollisesti aiheutuvat haitat kansallisen varautumisen ja palveluiden saatavuuden varmistamisen kannalta myös poikkeustilanteissa, sekä markkinaosapuolten toimintaedellytysten mukaan lukien valvonnan kustannusten, suomalaisten yritysten rahoituksen saatavuuden että valvonnan ja markkinoiden luotettavuuden kannalta. Valvontarakenteen tulee tukea sekä EU:n että kansallisen arvopaperimarkkinan ja markkinatoimijoiden vakautta ja tehokkuutta, vaarantamatta kuitenkaan kansallisen markkinainfrastruktuurin ja -osapuolten toimivuutta ja toimintaedellytyksiä. Lisäksi tulee varmistaa kansallisille toimivaltaisille viranomaisille riittävät tiedonsaanti- ja vaikutusmahdollisuudet. Valtioneuvosto pitää myös tärkeänä valvonnan yhdentymiseen liittyvien kustannusten läpinäkyvyyttä sekä niiden maltillisuutta, kohtuullisuutta ja ennakoitavuutta.

Valtioneuvosto kiinnittää huomiota siihen, että ESMA:lle annettaisiin huomattavasti nykyistä laajemmat toimivaltuudet. Neuvotteluissa on varmistettava, että ESMA:lle siirrettävä toimivalta määritellään selvästi ja tarkkarajaisesti.

Valtioneuvosto tarkastelee avoimesti ehdotusta asettaa 300 miljardin euron määrä hallinnoitavia asiakasvaroja yhdeksi kriteeriksi suurimpia rahasto- tai vaihtoehtorahastojen hoitajien konserneja koskevassa ESMA:n johtamaksi ehdotetussa arviointiprosessissa. Valtioneuvosto katsoo, että suurimpia konserneja koskevien kriteerien ei kuitenkaan tulisi olla alttiita markkinatilanteiden lyhytaikaisille muutoksille, vaan kriteerien tulisi olla luonteeltaan vakaita. Tähän voitaisiin päästä esimerkiksi määrittelemällä selkeät perusteet riittävän pitkälle aikatarkastelulle kriteerin täsmentämiseksi.

ESMA:n ja kansallisten viranomaisten yhteistyö

Valtioneuvosto pitää tärkeänä, että ESMA:n ja kansallisten valvojien väliset yhteistyön mekanismit ovat mahdollisimman tasapuolisia, varmistaen kansallisille viranomaisille riittävät tiedonsaanti- ja vaikutusmahdollisuudet.

Selvitysasetus ehdotus

Valtioneuvosto suhtautuu yleisesti myönteisesti ja avoimesti selvitysdirektiivin ja rahoitusvakuusdirektiivin tarkasteluun ja päivittämiseen. Valtioneuvosto muistuttaa, että selvitysdirektiivin tavoitteena on erityisesti selvitys- ja maksujärjestelmien toimivuuden ja sitä kautta rahoitusvakuuden turvaaminen, eikä yleisistä yksityisoikeudellisista ja insolvenssioikeudellisista säännöistä tulisi poiketa enempää kuin kyseisen tavoitteen kannalta on tarpeen. Nettoutuksen ja vakuuksien suojaa ei myöskään tulisi perusteettomasti nykyisestä kaventaa. Lisäksi valtioneuvosto katsoo, että rahoitusvakuuden turvaamiseksi sääntelyn tulisi kattaa vain sellaiset vakuudet, joiden arvonmääritys on riittävän luotettavaa.

Valtioneuvosto katsoo, että selvitysdirektiivin ja rahoitusvakuusdirektiivin yhdenmukainen soveltaminen jäsenvaltioissa on tärkeää yhteismarkkinoiden toiminnalle. Valtioneuvosto kiinnittää kuitenkin huomiota siihen, ettei asetus säädösinstrumenttina automaattisesti johda yhdenmukaisempaan säännösten soveltamiseen varsinkin, kun sääntelyn tarkoituksena on poiketa kansallisesta pääosin harmonisoimattomasta lainsäädännöstä. Asetuksessa käytetyillä käsitteillä on lukuisia liittymäpintoja kansalliseen varallisuusoikeyteen ja sen periaatteisiin ja käsitteisiin, joten lisäharmonisaatiolla voi olla syvälle käyviä ja arvaamattomia heijastusvaikutuksia koko kansallisen varallisuusoikeyden järjestelmän kannalta. Valtioneuvosto pitää tarkoituksenmukaisempaa sääntelyn johdonmukaisuuden varmistamiseksi, että selvityksen lopullisuutta koskeva sääntely annettaisiin jatkossakin direktiivinä. Säädösinstrumentista riippumatta jäsenvaltioilla tulisi olla mahdollisuus yhteensovittaa sääntely kansallisen lainsäädäntönsä kanssa ja säilyttää minimiharmonisoitua laajempi nettoutuksen suojan soveltamisala.

Valtioneuvosto kannattaa sitä, että selvitysdirektiivin antama suoja laajennettaisiin koskemaan eurooppalaisia osallistujia kolmansien maiden järjestelmissä. Ehdotuksessa omaksutun rekisteröintimenettelyn yksinkertaistamismahdollisuuksia tulisi kuitenkin jatkovalmistelussa selvittää, jottei suomalaisten ja eurooppalaisten toimijoiden mahdollisuus osallistua kansainvälisille rahoitusmarkkinoille heikenny perusteettomasti.