



EUROOPA KOMISJON

Brüssel, 25.10.2011  
SEK(2011) 1280 lõplik

## KOMISJONI TALITUSTE TÖÖDOKUMENT

### MÕJU HINDAMISE KOMMENTEERITUD KOKKUVÕTE

*Lisatud dokumendile*

**Ettepanek:**

**Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv, millega uuendatakse direktiivi 2004/109/EÜ (läbipaistvuse nõuete ühtlustamise kohta teabele, mis kuulub avaldamisele emitentide kohta, kelle väärtpaberid on lubatud reguleeritud turul auplemisele) ning komisjoni direktiivi 2007/14/EÜ**

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

## 1. SISSEJUHATUS

Läbipaistvuse direktiiv<sup>1</sup> (edaspidi „direktiiv”) nõuab Euroopa Liidus („EL”) reguleeritud turgudel kaubeldavate väärtpaperite emitentidelt, et nad tagaksid investoritele asjakohase läbipaistvuse korraldatud teabe<sup>2</sup> üldsusele avaldamise ja levitamise kaudu.

Viis aastat pärast direktiivi jõustumist avaldas komisjon raporti,<sup>3</sup> milles hindas direktiivi mõju. Raportis tunnistati, et direktiiv on olnud turu korrektseks ja tõhusaks toimimiseks kasulik, kuid tõsteti esile ka valdkondi, mida saaks parandada.

Aastal 2010 algatas komisjon üldsusega konsulteerimise direktiivi uuendamiseks. Peamised tõstatatud küsimused olid: reguleeritud turgude atraktiivsus väikeste ja keskmise suurusega emitentide jaoks („VKE”) ning viisid, kuidas parandada suuremat hääleõigust andvate osalustega seotud korda.

Üldsusega konsulteerimises osalenute arvamused selle kohta, kas VKEde olukorda saaks direktiivi muutmise teel parandada, olid erinevad. Hääleõiguslike osaluste küsimuses näitas üldsusega konsulteerimine üldist nõusolekut, et on vaja sätestada rahas tasutavate tuletisinstrumentide<sup>4</sup> omandustest teatamise nõue ning seda valdkonda rohkem ühtlustada. Lisaks avaldati arvamust, et teatavates tehnilistes valdkondades on vaja rohkem selgust.

Lõpuks saavutas komisjon 2010. aastal Euroopa Parlamendiga kokkuleppe, et hinnatakse, kui võrd on teostatav paluda teatud ettevõtetelt, et nad avalikustaksid olulise finantsteabe oma tegevuse kohta kolmandates riikides<sup>5</sup>. Selles küsimuses eraldi läbi viidud mõju hindamise tulemusena jõuti järeldusele, et läbipaistvuse direktiivi ja raamatupidamise direktiive<sup>6</sup> tuleks muuta, sätestades selles küsimuses uue nõude.

## 2. PROBLEEMIDE KINDLAKSMÄÄRAMINE

Praeguse korra juures tuvastatud probleemid võib liigitada kahte peamisesse kategooriasse: a) VKEde ning b) suurt hääleõigust andvatest osalustest teavitamise nõuded.

### 2.1. Seoses VKEdega tuvastatud probleemid

Väikeste ja keskmise suurusega emitendi (VKE) mõiste ei ole ELis õiguslikult määratletud. Kõikjal, kus käesolevas dokumendis on osutatud VKEdele, tuleb seda mõista vastavalt selle mõiste siseriiklikule määratlusele, mida liikmesriigis kasutatakse.

---

<sup>1</sup> Euroopa Parlamendi ja nõukogu 15. detsembri 2004. aasta direktiiv 2004/109/EÜ.

<sup>2</sup> Termin „korraldatud teave” hõlmab majandusaasta, poolaasta ja kvartali finantsteavet, jooksvat teavet suuremate hääleõiguslike osaluste kohta ning turu kuritarvitamise direktiivi (direktiiv 2003/6/EÜ) kohaselt eraldi avaldamisele kuuluvat teavet.

<sup>3</sup> KOM(2010) 243 lõplik, 27. mai 2010. Raporti juurde kuulus üksikasjalikum komisjoni talituste töödokument (SEC(2010) 061).

<sup>4</sup> Rahas tasutavad omakapitali tuletisinstrumentid viitavad omakapitaliga seotud tehingutele, mille eest tasutakse ainult rahas, ilma alusvara füüsilise üleandmiseta.

<sup>5</sup> <http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/10/st15/st15650-ad01.en10.pdf>.

<sup>6</sup> Neljas nõukogu direktiiv 78/660/EMÜ raamatupidamise aastaaruannete kohta ning seitsmes nõukogu direktiiv 83/349/EMÜ konsolideeritud aastaaruannete kohta.

VKEde regulatiivse keskkonna parandamine ning nende jaoks kapitalile juurdepääsu lihtsustamine on komisjoni olulised poliitilised prioriteedid<sup>7</sup>. Kuigi läbipaistvuse nõudeid ei peeta ainsaks VKEde ees seisvate probleemide allikaks, on niisugused probleemid nagu suured kulud seoses reguleeritud turul noteerimiseks esitatavate nõuete täitmisega, VKEde vähene nähtavus analüütikutele ja investoritele ning lühiajalisele perspektiivile keskendumise kultuur osaliselt tingitud just nendest nõuetest.

### **2.1.1. VKEde suured kulud seoses nõuete täitmisega**

Direktiivi eesmärgiks on, et turule pakutaks tõest, kõikehõlmavat ja õigeaegset teavet. Emitentidele on seatud kohustus avaldada majandusaasta, poolaasta ja kvartali finantsteavet<sup>8</sup>. Direktiiv sätestab miinimumnõude, mille kohaselt tuleb avaldada vähendatud mahus sisuga kvartali tegevuse vahearuanne. Samas nõuavad paljud liikmesriigid täiendavate andmete avaldamist. VKEde jaoks on kvartali finantsteabe avaldamise kulud suhteliselt suured, kuigi selle kohustuse täitmisest tulenev kasu on ebaselge.

Lisaks võib emitendi jaoks olla kulukas ja ressursimahukas poolaasta aruande avaldamise range tähtpäeva nõudest kinnipidamine ning aruannete jutustava osa koostamine, kuna selles avaldamisele kuuluv teave on oma sisu ja andmete liikide poolest keerukas.

### **2.1.2. Keskendumine lühiajalistele tulemustele**

Kvartali finantsteabe avaldamise nõue võib avaldada juhtkonnale survet näidata igas kvartalis aina kasumit. Samuti võib kvartaliaruannete esitamise nõudes näha regulatiivset ajendit, mis ärgitab investoreid keskenduma ettevõtete lühiajalistele tulemustele, selle asemel et vaadata asju pikemas perspektiivis.

### **2.1.3. VKEde väiksem nähtavus**

Poolaasta aruannete esitamise lühike tähtaeg (kahe kuu jooksul pärast aruandlusperioodi lõppu) tekitab teise kuu lõpus pudelikaela, mis raputab turgu, koormab investorid ja analüütikud finantsteabe tulvaga üle ning võimendab nende kalduvust keskendada oma tähelepanu suurimatele, turul juhtpositsiooni omavatele ettevõtetele, tundmata VKEde vastu kuigi suurt huvi. See kehtib eriti enamiku Euroopa emitentide kohta, kelle majandusaasta kattub kalendriaastaga ning kelle jaoks see tähtpäev langeb seega augusti lõppu. Sellel on oma osa VKEde muutmisel investorite ja analüütikute silmis vähem nähtavaks.

Veel üheks teguriks, mis vähendab VKEde nähtavust, on mitmesuguste riiklike salvestusmehhanismide ebapiisava omavahelise ühendatusega seonduvad raskused, millega seisavad silmitsi investorid, kes soovivad avaldatud teabega tutvuda.

---

<sup>7</sup> Komisjoni teatis „Ühtse turu akt. Kõrge konkurentsivõimega sotsiaalne turumajandus. 50 ettepanekut ühise tööturu ja ettevõtlusmaastiku ning omavahelise kaubavahetuse parendamiseks”, KOM(2010) 608 (lõplik) ning komisjoni teatis „Ühtse turu akt Kaksteist vahendit majanduskasvu edendamiseks ja usalduse suurendamiseks „Üheskoos uue majanduskasvu eest””, KOM(2011) 206 (lõplik).

<sup>8</sup> Kvartali majandusaruanded või tegevuse vahearanded, mida nimetatakse koos ka kvartali finantsteabeks.

#### **2.1.4. Tuvastatud probleemid seoses hääleõiguslikest olulistest osalustest teatamisega**

Direktiiv seab emitentidele kohustuse teavitada vastavalt turgu iga kord, kui nad omandavad või võõrandavad aktsiaid, millega on lubatud reguleeritud turul kaubelda ja mis on seotud hääleõigustega (st turgu tuleb teavitada omatavate häälte protsendist iga kord, kui see protsent saavutab, ületab või langeb allapoole 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 50 % või 75 % künnist). Praeguse korra juures on tuvastatud kaks probleemi: omanike varjatus, mis tuleneb lünkadest teatamise eeskirjades, ning lahknevad teatamise eeskirjad liikmesriikide lõikes.

#### **2.1.5. Võimalik omanike varjatus**

Direktiivi vastuvõtmisest saadik on rahas tasutavate tuletisinstrumentide kasutamine turul märgatavalt kasvanud. Rahas tasutavaid tuletisinstrumente võidakse kasutada börsil noteeritud ettevõtte omandamiseks ja sellele mõju avaldamiseks või varjatud osaluse omandamiseks ettevõttes (sellisest käitumisest on olemas mitmeid teatatud näiteid)<sup>9</sup>. Need ei ole aga praegu direktiivi avaldamiseeskirjadega hõlmatud. See lünk võib kaasa tuua võimalikku turu kuritarvitamist, ebatõhusust hinnakujundusmehhanismis ning tühja hääletamist, mille tagajärjeks on investorite vähenenud usaldus ning investorite huvide lahknevus ettevõtete endi pikaajalistest huvidest.

#### **2.1.6. Liikmesriigiti lahknevad avaldamiseeskirjad toovad kaasa vastutuse ja regulatiivse riski suurenemise ning piiriülestele investoritele suured kulud seoses nõuete täitmisega**

Liikmesriigiti lahknevad avaldamiseeskirjad, eelkõige seoses aktsiaosaluste liitmisega omatavate finantsinstrumentidega, suurendavad kulusid ja tekitavad õigusliku ebakindluse investoritele, kes osalevad piiriüleses tegevuses. Aktsiaosaluste omatavate finantsinstrumentidega mitteliitmine toob mõnes liikmesriigis samuti kaasa väiksema läbipaistvuse.

### **3. SUBSIDIAARSUS**

ELil on selles valdkonnas õigus rakendada meetmeid vastavalt Euroopa Liidu toimimise lepingu artiklitele 50 ja 114. Kõik tuvastatud probleemid puudutavad ELi kapitaliturgu tervikuna ning seega tuleb selleks, et muudatused oleksid tõhusad, teha need ELi tasandil.

Lisaks tulenevad seoses VKEdega tuvastatud probleemid nii ELi kui liikmesriikide õigusaktidest ning neid saab käsitleda ainult muutuste kaudu ELi õigusaktides. Lõpuks on ainult ELi tasandil vastu võetud õigusaktiga võimalik tagada, et kõik liikmesriigid rakendavad ühte ja sama regulatiivset raamistikku, mis tugineb samadele põhimõtetele, ning seeläbi tehakse lõpp praegusele killustatusele suurematest osalustest teatamise regulatsiooni osas.

---

<sup>9</sup> Näited: LVMH/Hermes, Porsche/VW, Schaeffler/Continental.

#### 4. EESMÄRGID

Kavandatavate meetmetega tuleb teatavaid kohustusi lihtsustada, aitamaks tagada, et reguleeritud turud oleksid VKEdele atraktiivsed, ning suurendada ettevõtete omanike avaldamise korra õiguslikku selgust ja muuta see praegusest läbipaistvamaks.

#### 5. POLIITILISED VALIKUD: MÕJUDE ANALÜÜS JA VÕRDLUS

Eespool määratletud eesmärkide saavutamiseks on komisjon töötanud välja poliitilised valikud ning analüüsinud neid ja võrrelnud neid omavahel, et teha kindlaks, missuguste valikutega oleks võimalik tuvastatud probleemid rahuldavalt lahendada. Need valikud on alljärgnevad.

##### 5.1. Poliitilised valikud võimaldamaks VKEdele suuremat paindlikkust finantsteabe perioodilise avaldamise sageduse ja tähtaegade osas

- (1) *Meetmete mitterakendamine* – selle variandiga ei ole võimalik eesmärki saavutada. Seepärast lükatakse see valik kõrvale.
- (2) *Tühistada VKEde puhul kohustus esitada kvartali finantsteavet* – selline meede vähendaks nii VKEde kulusid kui ka leevendaks regulatsioonist tulenevat ajendit, mis võib soodustada keskendumist lähiperspektiivile. Teisalt võib erineva korra kehtestamine erinevate reguleeritud turgudel noteeritud ettevõtete jaoks vastavalt nende suurusele tekitada investorites segadust ning muuta VKEd ühtlasi vähem nähtavaks. Seepärast lükatakse see valik kõrvale.
- (3) *Tühistada VKEde puhul kohustus esitada kvartali finantsteavet esimese kolme aasta jooksul pärast kauplemiseks vastuvõtmist* – ehkki see leevendaks VKEde jaoks esialgseid surveid, lükatakse sellega kulude tekkimine ainult edasi. Erineva korra kehtestamine erinevate reguleeritud turgudel noteeritud ettevõtete jaoks vastavalt nende suurusele ja vanusele võib tekitada investorites segadust. Seepärast lükatakse see valik kõrvale.
- (4) *Tühistada kvartali finantsaruannete esitamise kohustus kõigi noteeritud ettevõtete jaoks* – see variant vähendaks ettevõtetel seoses reguleeritud turu nõuete täitmisega tekkivaid kulusid. Kui kvartali finantsteabe koostamisega seotud kulud jäävad ära, väheneksid kulud hinnanguliselt VKEde puhul keskmiselt 2–60 tuhat eurot aastas emitendi kohta ning suuremitentide puhul keskmiselt 35–250 tuhat eurot aastas emitendi kohta. Selle teabe koostamiseks palgatud töötajatega seotud kulude vähenemist ei ole VKEde puhul võimalik rahalises vääringus hinnata: see vähenemine erineb emitentide lõikes suuresti, alates 8 inimtööpäevast aastas kuni 30 inimtööpäevani aastas. Suuremitentide puhul võib maksimaalne kulude vähenemine kokku (sealhulgas aruannete koostamisega seotud töötajate kulud) olla hinnanguliselt kõige rohkem 2 miljonit eurot aastas emitendi kohta. See peaks võimaldama VKEdel suunata oma ressursid ümber sellise teabe avaldamisele, mis on nende investoritele kõige vajalikum. See valik peaks vähendama emitentide lühiajalist pinget ning ajendama investoreid vaatama asjadele pikemaajalisest perspektiivist. Investorite kaitsele ei peaks see negatiivset mõju avaldama. Investorite kaitse on juba piisavalt

tagatud poolaasta ja aasta tulemuste kohustusliku avaldamisega ning turu kuritarvitamise direktiivi ja prospekti direktiivi<sup>10</sup> kohaselt avaldamisele kuuluvate andmete avaldamisega. Seepärast peaksid investorid olema piisavalt informeeritud olulistest sündmustest ja faktidest, mis võivad potentsiaalselt aktsia hinda mõjutada, sõltumata kvartaliteabest, nagu direktiivis ette nähtud. Seega tundub, et tegevuse vahearuannete avaldamise õigusaktidega kohustuslikuks tegemine ei ole vajalik. Et see variant oleks tõhus, peaks see ühtlasi võtma liikmesriikidelt võimaluse kehtestada kvartaliteabe avaldamise nõudeid siseriiklike õigusaktidega. Ettevõtetal peaks olema võimalus avaldada kvartaliteavet vabatahtlikult, kui nad seda soovivad.

- (5) *Pikendada kõigi noteeritud ettevõtete puhul poolaasta tulemuste avaldamise tähtaega kolmele kuule pärast vastava aruandlusperioodi lõppu – VKEdele tähendaks see mõningast kulude kokkuhoidu, kuid kõige olulisem kasu oleks mitterahaline. Emitentidel oleks oma aruannete koostamiseks rohkem aega, mis parandaks aruannete kvaliteeti. See variant mõjuks soodsalt ka VKEde nähtavusele, sest sel juhul oleks neil võimalus oma aruande avaldamine paremini ajastada, nii et see ei langeks samale ajale, kui suured noteeritud ettevõtted oma aruanded avaldavad. See tähendaks, et analüütikutel ja investoritel oleks rohkem aega tutvuda VKEde poolaastatulemustega.*
- (6) *Pikendada VKEde puhul poolaasta tulemuste avaldamise tähtaega kolmele kuule pärast vastava aruandlusperioodi lõppu – see variant mõjuks soodsalt VKEde nähtavusele. Teisalt võib erineva korra kehtestamine erinevate reguleeritud turgudel noteeritud ettevõtete jaoks vastavalt nende suurusele tekitada investorites segadust. Seepärast lükatakse see valik kõrvale.*

## **5.2. Poliitilised valikud finantsaruannete jutustava osa lihtsustamiseks VKEde puhul**

- (7) *Meetmete mitterakendamine – selle variandiga ei ole võimalik eesmärki saavutada. Seepärast lükatakse see valik kõrvale.*
- (8) *Ühtlustada ELi tasandil VKEde jaoks finantsaruande jutustava osa sisule seatavad maksimumnõuded – aruande sisu standardiseerimine võib kaasa tuua suuremad nõuete täitmisega seonduvad kulud neile VKEdele, mis asuvad liikmesriikides, kus need nõuded on praegu väiksemad. See variant aitaks kaasa finantsteabe muutmisele kogu ELi ulatuses paremini võrreldavaks. Kui kohustusliku sisu künnis seatakse aga ELi tasandil liiga madalale – lootusega kulusid kokku hoida, võib see omakorda mõjutada negatiivselt investoreid. Seepärast lükatakse see valik kõrvale.*
- (9) *Paluda ESMA-l<sup>11</sup> koostada kõigi noteeritud ettevõtete jaoks finantsaruannete jutustava osa koostamiseks mittesiduvad juhised (alusmallid) – see variant võimaldaks ESMA-l koostada alusmall niiviisi, et see tagaks kulude kokkuhoiu. Samuti aitaks see kaasa teabe muutmisele investorite jaoks paremini võrreldavaks ning võib suurendada VKEde piiriülest nähtavust. ESMA-le kaasneksid sellega mõningased ühekordsed kulud.*

---

<sup>10</sup> Direktiiv 2003/6/EÜ ja direktiiv 2003/71/EÜ.

<sup>11</sup> Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve.

- (10) *Paluda liikmesriikidel koostada aruannete jutustava osa koostamiseks mittesiduvad alusmallid või juhised* – see variant võimaldaks liikmesriikidel kohandada aruannete sisu oma siseturuga. Paraku ei aitaks see kaasa teabe võrreldavusele kogu ELi ulatuses. Seepärast lükatakse see valik kõrvale.

### **5.3. Poliitilised valikud lünkade kõrvaldamiseks suurt hääleõigust andvatest osalustest teatamise nõuetes**

- (1) *Meetmete mitterakendamine* – selle variandiga ei ole võimalik eesmärki saavutada. Seepärast lükatakse see valik kõrvale.
- (2) *Lai režiim: avaldamise korra laiendamine kõigile instrumentidele, millel on sarnane majanduslik mõju aktsiate omamisele ja aktsiate omandamise õigustele* – see valik hõlmaks nii rahas tasutavaid tuletisinstrumente kui mis tahes sarnaseid finantsinstrumente, mis võivad tekkida tulevikus. Enamik konsultatsioonides osalenuist toetas seda varianti kui lahendust ülalkirjeldatud probleemidele. Sellel oleks tugev positiivne mõju investorite kaitsele ja usaldusele. Selline uus avaldamise kord, mis hõlmab igat liiki finantsinstrumente, mis on samaväärsed aktsiaosalusega, võib küll suurendada rahas tasutavate tuletisinstrumentide omanike organisatsioonilisi ja nõuete täitmise kulusid (maksimaalsed ühekordsed kulud oleksid hinnanguliselt 100–600 tuhat eurot rahas tasutavate tuletisinstrumentide omaniku kohta, kuid need puudutaksid vaid investoreid, kes omavad märkimisväärset hulka selliseid instrumente). Jooksvaid kulusid ei ole võimalik hinnata, kuivõrd need oleksid erinevad, sõltuvalt tegelikust avalikustamiste arvu suurenemisest omaniku kohta. Samas, kui tugineda sellise korra 2009. aastal juba kehtestanud Ühendkuningriigi kogemustele, ei kujune teatamiste arvu kasv hinnanguliselt kuigi suureks.
- (3) *Piiratud lähenemisviis: avalikustamine ei ole nõutav, kui on täidetud „safe harbor” kriteeriumid* – selle variandi korral oleks nõutav kõigi hääleõiguslike instrumentide avalikustamine, välja arvatud juhul, kui on täidetud mõned kindlaksmääratud kriteeriumid. See võimaldaks aga siiski investoritel avalikustamise nõude eesmärgist kõrvale hiilida. Seepärast lükatakse see valik kõrvale.

### **5.4. Poliitilised valikud lahknevuste kõrvaldamiseks olulistest osalustest teatamise nõuetes**

- (1) *Meetmete mitterakendamine* – selle variandiga ei ole võimalik eesmärki saavutada. Seepärast lükatakse see valik kõrvale.
- (2) *Ühtlustada hääleõiguslike oluliste osaluste avalikustamise kord, nõudes aktsiaosaluste liitmist omavate aktsiatele juurdepääsu andvate finantsinstrumentidega (sealhulgas rahas tasutavate finantsinstrumentidega)* – see variant ühtlustaks lävede arvutamiseks kasutatavad meetodid, kuid mitte lävesid endid, luues seega ühtse lähenemisviisi, mis vähendaks õiguslikku ebakindlust, suurendaks läbipaistvust, lihtsustaks piiriüleseid investeringuid ning muudaks ELi kapitaliturud atraktiivsemaks. Piiriüleste investorite jooksvad kulud väheneksid hinnanguliselt 77 tuhat eurot aastas käitaja kohta. Samas võib see variant tekitada mõningaid lisakulusid seoses täiendavate avalikustamistega liikmesriikides, kus liitmisenõuet praegu ei ole.

- (3) Ühtlustada hääleõiguslike oluliste osaluste avalikustamise kord, nõudes kolme eraldi avalikustamise korda: üks aktsiaosaluste kohta, üks aktsiatele juurdepääsu võimaldavate finantsinstrumentide kohta ning üks rahas tasutavate tuletisinstrumentide kohta – see variant looks küll ühtse korra, kuid see võib avaldada negatiivset mõju investorite kaitsele ja usaldusele. Seepärast lükatakse see valik kõrvale.
- (4) Ühtlustada hääleõiguslike oluliste osaluste avalikustamise kord, ühtlustades avalikustamise läved – enamiku konsultatsioonides osalenute meelest ei ole hääleõiguste läved suur probleem. Lisaks näib, et avalikustamise lävesid pole kuigi lihtne ühtlustada, sest aktsiaid omavate elanike arv on liikmesriigiti erinev. Seepärast lükatakse see valik kõrvale.

## 6. KASUTATAV ÕIGUSAKT NING ÜLEVÕTMISE JA JÄRGIMISE ASPEKTID

Selle, et kõik liikmesriigid rakendaksid sama regulatiivset raamistikku, mis lähtub samadest põhimõtetest, tagaks üksnes siduv õigusakt. Direktiiv võimaldaks teatud valdkondades maksimaalset ühtlustamist, olles samal ajal piisavalt paindlik, et jätta liikmesriikidele võimalus võtta muudes valdkondades arvesse oma konkreetset olukorda.

Selleks, et tagada direktiivi tõhusam rakendamine, ning järgides komisjoni teatist „Sanktsioonide tõhustamine finantsteenuste sektoris”,<sup>12</sup> tuleb parendada ka kehtivat sanktsioonide kohaldamise raamistikku.

## 7. JÄLGIMINE JA HINDAMINE

Komisjon jälgib, kuidas liikmesriigid direktiivi rakendavad. Vajaduse korral pakuvad komisjoni talitused liikmesriikidele abi. Õiguslike meetmete rakendamise mõju hindamine tuleb läbi viia kuus kuud pärast õiguslike meetmete jõustumist. Komisjon jälgib muudetud direktiivi rakendamist ESMA kaudu ning tiheda dialoogi kaudu suuremate sidusrühmadega.

---

<sup>12</sup> 9. detsembri 2010. aasta teatis KOM(2010) 716 (lõplik).