Lausunto Eduskunnan talousvaliokunnalle 15.5.2025

Antti Ripatti
Taloustieteen professori
Helsingin yliopisto, Helsinki GSE

Asia: E 34/2025 vp Valtioneuvoston selvitys: Komission tiedonanto säästämis- ja sijoitusunionista

Tiivistelmä

- Pankit ovat tärkeitä pienille ja keskisuurille yrityksille, pääomarkkinoita tarvitaan innovaatioiden skaalaamiseen ja riskinjakoon.
- Säästämis- ja sijoitusunioni sisältää komission vaatimattomia askeleita kohti yhteisiä pääomamarkkinoita. Askeleet ovat tarpeeseen nähden vaatimattomia.
- Suomi hyötyisi pääomaunionista.

Taustaa

Valtioneuvoston selvitys esittelee Suomen kannan koskien komission tiedonantoa säästämis- ja sijoitusunionista (SIU). SIU on osa pyrkimystä luoda EU:n laajuiset yhteiset pääomamarkkinat eli tällä yhdistetään pääomamarkkinaunioni ja pankkiunioni -tavoitteet. Tavoite on monessa mielessä – esimerkiksi riskien hajauttamisen kannalta – hyvin kannatettava.

Komission tiedonanto ottaa lähtökohdakseen sen, että Euroopan rahoitusjärjestelmä on pankkikeskeinen ja että pankkikeskeisyydestä pitäisi pyrkiä kohti rahoitusmarkkinakeskeisyyttä. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että kotitalouksien sijoittamista muualle kuin pankkitalletuksiin tulisi edistää yhteisellä lainsäädännöllä ja yhteisellä sääntelyllä.

Taloustieteessä on pitkään käyty keskustelua näiden kahden järjestelmän eduista ja haitoista eli niiden kyvystä auttaa resurssien kohdentumista ja siten edistää talouskasvua (ja hyvinvointia). Koska komissio lähtee tästä asetelmasta eli tavoitteena on kehittää eurooppalaista rahoitusjärjestelmää pankkikeskeisyyden lisäksi rahoitusmarkkinakeskeiseksi, tiivistän tässä järjestelmien etuja ja haittoja.

Pankkikeskeisen rahoitusjärjestelmän hyödyiksi lasketaan pitkäkestoiset rahoitussuhteet, joiden avulla saadaan pehmeää informaatiota esimerkiksi luottokelpoisuudesta. Pankkien rahoituksen ehdot eivät myöskään vaihtele yhtä rajusti kuin joukkolainojen hinnat. Pienille ja keskisuurille yrityksille pankkirahoitus on yleensä ainoa ulkoisen rahoituksen lähde erityisesti silloin kun pääomamarkkinat eivät ole kehittyneitä. Pitkäkestoiset rahoitussuhteet sitovat pankin ja yrityksen toisiinsa. Haittoihin voidaan lukea pankkiluottojen ehtojen ja hinnan myötäsyklisyys. Pankit karttavat riskejä ja ne eivät rahoita aloittavia tai kasvuvaiheessa olevia yrityksiä. Sääntely vääristää pankkien toimintaympäristöä.

Markkinakeskeisen rahoitusjärjestelmän hyödyt liittyvät erityisesti riskienhallintaan ja -jakamiseen. Sijoittaja pystyy hyötymään riskien hajauttamisen hyödyistä. Se pystyy innovaatioiden rahoittamiseen. Mahdollisesta läpinäkyvyydestä saadaan hyötyjä. Haittoihin kuuluu hintojen vaihtelu ja riskipalkkioiden vastasyklisyys. Markkinakeskeistä rahoitusta ei välttämättä ole helppo löytää pieniin hankkeisiin.

Säästämis- ja sijoitusunionissa on kysymys markkinakeskeisen rahoitusjärjestelmän toimintaympäristöstä

Markkinakeskeinen rahoitus on vaativa toimintaympäristön suhteen: lait, avoimuus, sijoittajan suoja, jne. Käsiteltävässä säästämis- ja sijoitusunionissa on kyse tämän toimintaympäristön rakentamisesti EU-laajuisesti ja täydentää eurooppalaista pankkikeskeistä rahoitusjärjestelmämallia markkinakeskeiseen suuntaan.

Ongelmana on se, että toimintaympäristön kannalta keskeiset asiat kuten lainsäädäntö, valvonta ja sijoittajan suoja on edelleen kansallisella tasolla säädeltyä. Tämän merkitsee sitä, että sijoituksen hajauttamiseen liittyy valtavasti erilaisia, erityisesti informaatioon ja ongelmatilanteisiin liittyviä kustannuksia.

Komission ehdottamat toimenpiteet:

1. Pääomamarkkinoiden houkuttelevuus kotitalouksien sijoituksille
    a. EU-laajuiset säästämis- ja investointitilit: esimerkkinä Ruotsin ISK, digitaalisuus, helppo siirrettävyys
    b. Talousosaamisen (erityisesti sijoittamisen) vahvistaminen
2. (Vapaaehtoisten) eläkejärjestelmien laajentaminen ja niiden siirrettävyys rajan yli. Olemassa olevat tuotteet eivät ole kilpailukykyisiä kansallisiin tuotteisiin nähden esimerkiksi verokohtelun vuoksi.
3. Helpottaa institutionaalisten sijoittajien, erityisesti vakuutusyhtiöiden ja eläkerahastojen mahdollisuutta tehdä omanpääoman ehtoisia sijoituksia ja osallistua riskirahoittamiseen (innovaatioiden rahoittamiseen)
4. Verotuksen ja valvonnan harmonisointi
    a. oman pääoman ja vieraan pääoman verotuksen neutraalisuus
    b. rajan yli tehtyjen sijoitusten verotuksen neutraalisuus
    c. pankkiluottojen arvopaperistaminen
    d. listautumisen helpottaminen ja muut tavat myydä startup- ja kasvuyrityssijoituksia

Pääomaunionista ollaan vielä kaukana

Sijoittaja kohtaa suuria kiinteitä kustannuksia sijoittaessaan ulkomaille. Näiden kiinteiden kustannusten alentaminen hyödyttää kaikkia sijoittajia, suhteellisesti eniten kustannusten alentamisesta hyötyisi suomalainen pieni sijoittaja. Vastaavalla tavalla rahoituksen käyttäjä kärsii kustannuksista ja jää jopa ilman tarvitsemaansa rahoitusta.

Eräs keskeinen tekijä liittyy *pankkiluottojen arvopaperistamiseen*. Arvopaperistamisella tarkoitetaan sitä, että pankki muuttaa osan myöntämistään luotoista arvopapereiksi ja myy ne rahoitusmarkkinoille. Pankki voi esimerkiksi arvopaperistaa osan myöntämistään asuntoluotoista. Tällöin sille jää vain luottoihin liittyvän maksuliikenteen (lyhennykset ja korot) hoitaminen. Luoton omistajaksi tulee jokin sijoittaja (esimerkiksi kotitalous tai eläkerahasto). Arvopaperistamisesta on laajoja hyötyjä: se mahdollistaa sijoitusten hajauttamisen. Esimerkiksi eläkerahasto voi hajauttaa sijoituksiaan asuntoluottoihin, mihin se ei ole aikaisemmin pystynyt. Toisaalta se vapauttaa pankkien luotonantokykyä, sillä talletusten määrä ei arvopaperistamisessa muutu. Asuntoluottojen arvopaperistaminen on hyvin tavanomaista Yhdysvalloissa.

Keskeinen osa sijoittamista on arvioida mitä tapahtuu, jos sijoituskohde (velallinen) osoittautuu maksukyvyttömäksi. Miten sijoittajaa tällaisessa tilanteessa kohdellaan. Tämä vaikuttaa ratkaisevasti siihen, millaista riskipalkkiota sijoittaja vaatii. Riskipalkkio taas nostaa sijoitukselta vaadittavaa

tuottoa. Sijoittajan kohtelua sääntelee kansallinen lainsäädäntö, erityisesti *konkurssilainsäädäntö*, joka määrittelee ensisijaisuusjärjestyksen konkurssitilanteessa. Tämä lainsäädäntö on kansallista. Tämän vuoksi yhtäältä sijoittaja joutuu arvioimaan kunkin maan osalta, millaista lainsäädäntö on tai toisaalta sijoitusten käsittely keskittyy harvoihin finanssikeskuksiin kuten Luxembourgiin, joiden lainsäädäntö on toimiva. Kumpikin järjestely tulee sijoittajalle kalliiksi.

Pääomamarkkinoiden kaupankäynti tapahtuu *markkinapaikoilla* kuten pörsseissä. Kauppojen selvitys (clearing) ja tilitys (settlement) tehdään *selvitysjärjestelmissä* ja tilitysjärjestelmissä. Euroopassa kauppapaikkoja ja selvitysjärjestelmiä on hyvin paljon enemmän kuin esimerkiksi USA:ssa. Sijoittaja voi joutua käyttämään useita järjestelmiä hajauttaessaan sijoituksia ja rahoituksen hakija puolestaan joutuu listautumaan useisiin järjestelmiin. Tämä kaikki on kallista ja lisää rahoituksen välittymisen kustannuksia ja siten heikentää investointeja.

Yhdysvalloissa on pääomamarkkinoita *valvomassa* vain yksi viranomainen, U.S. Securities and Exchange Commission (SEC). Se valvoo pörssiä, meklareita, rahastoja, sijoitusneuvojia ja selvitysjärjestelmiä. Se valvoo yritysten tiedottamista, sisäpiirikauppoja, markkinoiden manipulaatiota, jne. Tarkoituksena on luoda yhteiset pelisäännöt ja valvoa niitä. Tämä vähentää riskilisiä. Euroopalta puuttuu tällainen viranomainen. ESMA vain koordinoi ja luo standardeja. Valvonta on käytännössä kansallista ja lainsäädännössä ja tulkinnoissa on kansallisia käytänteitä. Rahoitusmarkkinatoimijat ovatkin siten EU:ssa 27 eri järjestelmän piirissä. Se kutistaa jokaista kansallista markkinaa.

Suomen on hyödyllistä tukea pääomamarkkinaunionia

Suomen kannalta kehityssuunnitelmat ovat hyödyllisiä, joskin kunnianhimon taso on kovin alhainen. Olemme pieni talous ja innovaatioaktiivisuus on täällä (talouden kokoon nähden) korkeaa. Vaikka startup vaiheen rahoituksen haalimisessa pärjäämme hyvin, on kasvuvaiheen riskirahoituslähteistä luultavasti pulaa. Kotimaiset rahoitushartiat ovat liian kapeat: yksittäiselle sijoittajalle kertyisi helposti liikaa riskiä. Näin ollen hyötyisimme siitä, että tänne hakeutuisi sijoituksia. Sijoittamisen esteitä ja kustannuksia on tärkeätä alentaa.