Vesa Vihriälä

VTT, vieraileva tutkija

Helsingin yliopisto

14.5.2025

Talousvaliokunnalle

Pyydetty lausunto EU-komission säästämis- ja sijoitusunionia koskevasta tiedonannosta

Komission tiedonanto on osa komission ns. Competitiveness Compassissa luonnostelemaa kasvuohjelmaa, joka puolestaan perustuu olennaiselta osin Mario Draghin syksyllä 2024 julkaistuun raporttiin.

Säästämis- ja sijoitusunionilla (Savings and investment union, SIU) tarkoitetaan asiallisesti aiemmin pääomamarkkinaunioniksi kutsuttua tavoitetta Euroopan pääomamarkkinoiden yhtenäistämisestä ja kehittämisestä. Selkein uusia asia SIU-tiedonannossa aiempiin pääomamarkkinoiden kehittämistä koskeviin aloitteisiin nähden on pääomamarkkinoiden kehittämisen suora kytkentä Euroopan varustautumisen rahoitusedellytysten parantamiseen.

SIU:n päätavoitteet ovat:

> Säästöjen parempi kanavointi tuottaviin investointeihin, erityisesti pk-yrityksiin, vihreään siirtymään, puolustussektoriin ja huipputeknologioihin.
>
> EU-kansalaisten varallisuuden kasvattaminen kannustamalla sijoittamaan enemmän pääomamarkkinoille pankkitalletusten sijaan.
>
> EU:n kilpailukyvyn ja strategisen autonomian vahvistaminen luomalla syvemmät ja likvidimmät EU:n pääomamarkkinat, joilla voidaan vastata geopoliittisiin ja teknologisiin haasteisiin.
>
> Yksityisen pääoman mobilisointi suurten investointitarpeiden kattamiseen, erityisesti ilmasto- ja energiasiirtymän sekä puolustuksen rahoitukseen.

Komissio esittää lukuisia erilaisia keinoja tai toimintatapoja näiden tavoitteiden edistämiseksi.

1. Kotitalouksien säästäminen

- EU-tason säästö- ja sijoitustuotemalli ("savings and investments accounts") parhaiden kansallisten käytäntöjen pohjalta (Q3/2025).
- Rahoitustaitostrategia (financial literacy strategy) koko unionin tasolla (Q3/2025).
- Verosuositukset jäsenmaille pääomamarkkinasijoitusten edistämiseksi.
- Auto-enrollment-mekanismit lisäeläkesäästämisessä sekä eläkeseuranta- ja dashboard-järjestelmät (Q4/2025).
- IORP- ja PEPP-järjestelmien uudelleenarviointi eläkepohjaisten sijoitusten lisäämiseksi.

2. Investoinnit ja rahoitus

- Instituutiosijoittajien pääsyn helpottaminen osake- ja riskipitoisiin sijoituksiin, mm. Solvenssi II -uudistusten kautta (Q4/2025).
- EuVECA-asetuksen uudistus helpottamaan kasvurahoitusta (Q3/2026).
- TechEU- ja ETCI 2.0 -aloitteet EU:n huipputeknologiayritysten rahoitukseen.
- Sijoitusten realisointivaihtojen (exit) kehittäminen (IPOt ja toissijaiset markkinat) pääomasijoittajille (Q3/2026).
- Verotuksellisten esteiden purku, mm. lähdeveron helpottaminen.
- Arvoperistamisen yksinkertaistaminen (Q2/2025) vapauttamaan pankkirahoitusta.

3. Integraatio ja skaala

- Markkinainfrastruktuuripaketti (Q4/2025): sääntelyn yksinkertaistaminen ja modernisointi.
- Rahoitusrahastojen ja varainhoidon esteiden purku, mukaan lukien EU-säännöstön ylittävät kansalliset lisävaatimukset eli "gold-plating".
- Osakkeenomistajien oikeusdirektiivin mahdollinen uudelleentarkastelu (Q4/2026).

4. Valvonta

- Yhtenäisempi valvonta: enemmän toimivaltaa EU-tasoisille valvojille erityisesti rajat ylittävissä toimijoissa.
- ESAn välineistön tehostaminen, EU-tason valvonnan vahvistaminen (Q4/2025).

Valtioneuvoston kanta Suomen linjaksi

Valtioneuvosto toistaa Suomen aiemmat kannat pääomamarkkinaunionin kehittämisestä. Niissä Suomi pitää erittäin tärkeänä säästämis- ja sijoitusunionin strategisia tavoitteita ja suhtautuu pääomamarkkinaunionin jatkokehittämiseen myönteisesti. Suomi haluaa edistää yhteisten eurooppalaisten ratkaisujen löytymistä pääomamarkkinoiden kehittämiseksi osana strategisen kilpailukyvyn vahvistamista.

Näitä kantoja VN täydentää toteamalla Suomen yhtyvän tiedonannossa esitettyihin arvioihin Euroopan kasvavista rahoitustarpeista puolustukseen, digitalisaatioon, puhtaaseen siirtymään ja ikääntymiseen liittyvien ongelmien ratkaisemiseksi.

Suomi korostaa erityisesti varhaisen vaiheen ja kasvuvaiheen innovatiivisten kasvuyritysten oman pääoman ehtoisen rahoituksen saatavuuden merkitystä innovaatioiden, teknologisen kehityksen ja siten talouskasvun näkökulmasta. Lisäksi muistutetaan, 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.

Arvioita

On helppo yhtyä arvioon, että epäyhtenäiset ja kehittymättömät pääomamarkkinat ovat merkittävä Euroopan kasvua hidastanut tekijä Yhdysvaltoihin verrattuna. Ongelma koskee erityisesti oman pääoman ehtoista rahoitusta riskialttiisiin start-up-yrityksiin. Tässä mielessä Euroopan pääomamarkkinoiden kehittämispyrkimykset ovat ensiarvoisen tärkeitä. Asia onkin ollut politiikan agendalla jo vuosia.

Pääomamarkkinaunioni on kuitenkin edennyt hitaasti. Syy on yhtäältä se, että yhtenäisten tehokkaiden pääomamarkkinoiden syntymisen esteet ovat hyvin moninaiset.

Markkinoiden pirstoutumista aiheuttavat jäsenmaiden erilaiset käytännöt lukuisissa liiketoiminnan edellytyksiin vaikuttavissa seikoissa lähtien tilipäätöskäytännöistä ja verotuksesta ja ulottuen yritysten konkurssi- ja velkajärjestelylainsäädäntöön. Myös valvonta on olennaisesti jäsenvaltiokohtaista. Näiden monien sellaisenaan ehkä pienten, mutta yhteisvaikutukseltaan merkittävien tekijöiden korjaaminen on parhaimmillaankin hidasta.

Vielä tärkeämpi syy etenemisen hitauteen on se, että jäsenmailla ja niiden eturyhmillä on hyvin erilaisia intressejä näissä asioissa. Kansallisiin tarpeisiin räätälöidyistä menettelytavoista luopumista pidetään vaikeana.

Voisikin olla, että tehokkain vaihtoehto päästä eteenpäin olisi ns. 28. sääntelyregiimin käyttöön ottaminen mahdollisimman laajasti. Tämä tarkoittaisi sitä, että yritykset voisivat halutessaan valita toimivansa yhden, EU-tasoisen sääntelykehyksen puitteissa kansallisten sääntelyjen sijaan.

Tällainen regiimi voisi koskea monia käytännön asioita, kuten yritysten ilmoitusvelvollisuuksia ja asiakirjastandardeja, sijoittajansuojan säännöksiä, oikeussuojakeinoja. Yhtenäiset menettelytavat maksukyvyttömyystilanteissa olisivat erityisen hyödyllisiä. Yhteisen regiimin piiriin tulevat yritykset olisivat luontevasti myös yhteisen valvonnan piirissä (esimerkiksi ESMA).

Verotus jäisi tällaisessakin järjestelyssä kansalliseksi. Verotuksen toimeenpanoa voitaisiin kuitenkin yhdenmukaistaa eri tavoin, esimerkiksi yhteisellä lähdeveroprotokollalla.

Suomi voisi ottaa selvästi proaktiivisen kannan 28. regiimin edistämiseen.

Suomen positiivinen kanta pääomamarkkinaunionin kehittämiseen yleensä perustunee ainakin osaksi haluun välttää yhteisiä finanssipoliittisia toimia ja etenkin yhteisvelkaa. Jos pääomamarkkinat toimivat tehokkaasti, tarve julkisin varoin edistää erilaisia talouden kehitystä tukevia investointihankkeita on oletettavasti pienempi.

Tämä on sellaisenaan perusteltu ajatus ja pätee monenlaisen taloustoiminnan edistämiseen. Olisi kuitenkin harhaanjohtavaa ajatella, että pääomamarkkinaunionin hyväkään kehittyminen voisi ratkaista Euroopan puolustuksen vahvistamiseen liittyvän suurimman rahoitusongelman. Puolustus on valtioiden asia, sekä erikseen että yhdessä. Valtioiden on kyettävä rahoittamaan puolustuspanostukset, olkoon kyse materiaalihankinnoista tai juoksevasta toiminnasta.

Yksityinen rahoitus pääomamarkkinoilta on toki tarpeen ja välttämätöntä puolustusmateriaalin tuotantokapasiteetin luomisessa. Mutta ilman julkisin varoin rahoitettua puolustustarvikkeiden hankintaa, ja itse asiassa pitkäaikaista sitoutumista tällaisiin hankintoihin, yrityksillä ei pääomamarkkinoiden toimivuudesta riippumatta ole kannustinta luoda kapasiteettia.

Asetelma saattaa olla hieman erilainen erilaisten kaksoiskäyttötuotteiden osalta. Tällaisen tuotannon laajentamisessa investointeihin tarvittavan rahoituksen vahvistaminen tukee tuotantokapasiteetin syntymistä ainakin osin valtioiden puolustushankinnoista riippumatta. Samalla syntyvä kapasiteetti palvelee myös puolustuksen tarpeita.

Komission tiedonanto sivuuttaa pitkään esillä olleen mutta hyvin kiistanalaisen ehdotuksen luoda selvästi lisää EU:n yhteistä velkaa. Aidosti yhteisvastuullinen EU-velka olisi epäilemättä hyödyllinen yhtenäisten pääomamarkkinoiden kehittymisen ja euron globaalin aseman vahvistamiseksi. Se voisi luoda Yhdysvaltain valtionobligaatioihin verrattavan turvallisen vaateen, mikä on tärkeä osa hyvin toimivia pääomamarkkinoita.

Tällainen velka istuu kuitenkin huonosti tilanteeseen, jossa velasta vastuussa olevalla taholla ei ole täysin uskottavia resursseja vastata velanhoidosta. Niin kauan kuin EU ei ole liittovaltiomainen toimija, jolla on laaja, yksittäisten jäsenmaiden kannoista riippumaton verotusoikeus, näin ei ole. Tämä heikkous ilmenee mm. siinä, että sijoittajat vaativat EU:n olemassa olevalta yhteisvelalta suurempaa tuottoa kuin Saksan tai esimerkiksi Suomen velalta. Suomen muissa yhteyksissä esittämälle kriittiselle kannalle suhteessa laajamittaiseen yhteisvelkaan nykyisessä institutionaalisessa kehikossa onkin hyvät perusteet.

Toisaalta etenkin Euroopan turvallisuuden vahvistamisessa on tarpeita, jotka on järkevää hoitaa yhteisin toimin ja kiireen takia rahoittaa velalla taakan jakamiseksi yli ajan. Suomen on järkevää suhtautua näihin pyrkimyksiin rakentavasti. Toteutuessaan ne tukevat jossain määrin myös rahoitusmarkkinoiden yhtenäistymistä, vaikka vaikutus tässä suhteessa jääkin todennäköisesti pieneksi.