Seppo Villa
OTT, kauppaoikeuden professori
Helsingin yliopisto

Eduskunnan talousvaliokunnalle

Eduskunnan talousvaliokunta on pyytänyt minulta lausuntoa asiassa U 32/2025 vp Valtioneuvoston kirjelmä (”**VN:n kirjelmä**”) eduskunnalle komission ehdotuksesta arvopaperistamista koskevan lainsäädännön muuttamiseksi.

Lausun kunnioittavasti seuraavaa.

1 Mistä asiassa on kysymys?

Euroopan komissio antoi 17.6.2025 kaksi lainsäädäntöehdotusta arvopaperistamissääntelyn uudistamiseksi. Ehdotukset muodostavat osan laajempaa EU:n pääomamarkkinoiden kehittämiseen tähtäävää toimenpidekokonaisuutta. Ehdotukset liittyvät keskeisesti EU:n pääomamarkkinoiden kehittämispyrkimyksiin. Komissio ehdottaa pankkien **vakavaraisuussääntelyn** ja **likviditeettisääntelyn keventämistä** sekä **riskiperusteisuuden lisäämistä arvopaperistamisliitännäisissä toimissa**. Lisäksi arvopaperistamissääntelyn uudistamiskokonaisuuteen liittyy luottolaitosten likviditeettivaatimuksista annetun komission delegoidun asetuksen[1] muutosehdotus.

Ehdotukset muodostavat arvopaperistamispaketin, jonka tavoitteena on elvyttää EU:n arvopaperistamismarkkinoita ja vahvistaa arvopaperistamisen roolia reaalitalouden rahoittamisessa. Ehdotusten taustalla on tarve parantaa EU:n arvopaperistamismarkkinoiden toimivuutta ja houkuttelevuutta sekä poistaa sääntelystä johtuvia esteitä, jotka ovat rajoittaneet markkinoiden kasvua ja tehokasta riskien siirtoa.[2]

2 Arvopaperistamisasetuksen muutosehdotus

Komission EU:n **arvopaperistamisasetusta**[3] koskevat muutosehdotukset tähtäävät hallinnollisen taakan keventämiseen ja **standardoidun arvopaperistamisen** kriteerien joustavoittamiseen. Arvopaperistamisen valvontaa ehdotetaan kehitettäväksi muun muassa keskittämällä valvontaa pankkivalvontaviranomaisille. Muutosten tavoitteena on edesauttaa EU:n arvopaperistamismarkkinan kasvua.

Arvopaperistamisessa on kyse liiketoimista, joiden avulla luotonantajan tai velkojan – tyypillisesti luottolaitoksen tai yrityksen – on mahdollista jäl-

[1] Komission delegoitu asetus (EU) 2015/61, annettu 10 päivänä lokakuuta 2014, Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) N:o 575/2013 täydentämisestä luottolaitosten maksuvalmiusvaatimuksen osalta.
[2] VN:n kirjelmä s. 6.
[3] 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** sekä direktiivien 2009/65/EY, 2009/138/EY ja 2011/61/EU ja asetusten (EY) N:o 1060/2009 ja (EU) N:o 648/2012 muuttamisesta. Asetus määrittää edellytykset sille, milloin arvopaperistettu velkainstrumentti voi saada STS-statuksen.

leenrahoittaa lainoja, vastuita tai saamisia, kuten asuntolainoja, autolainoja tai -leasingsopimuksia, kuluttajaluottoja, luottokorttisopimuksia tai myyntisaamisia muuttamalla ne vaihdantakelpoisiksi arvopapereiksi. Luotonantaja kokoaa ja uudelleenjärjestelee joukon antamiaan lainoja ja jaottelee ne eri riski luokkiin eri sijoittajia varten mahdollistaen näin sen, että sijoittajat voivat sijoittaa lainoihin ja muihin vastuisiin, joihin niillä ei muutoin olisi mahdollisuutta sijoittaa suoraan. Sijoittajat saavat tuottonsa arvopaperistettujen lainojen kassavirroista.[4] Arvopaperistamisessa pankkien pääomia vapautuu uusien lainojen myöntämiseen.

Finanssikriisin[5] aikana arvopaperistamisen maine heikkeni. Luottamuksen palauttamiseksi EU:ssa asetettiin arvopaperistamiselle rajoituksia. Rajoitusten tavoitteena oli vahvistaa luottamusta arvopaperistamiseen, mutta sääntely osoittautui osin liian raskaaksi. Uudet rajoitukset vähensivät niin mahdollisuuksia kuin halukkuutta arvopaperistaa pankkien taseissa olevia omaisuuseriä.

Arvopaperistaminen on tärkeä osa toimivia rahoitusmarkkinoita. Järkevästi strukturoitu arvopaperistaminen on tärkeä kanava rahoituslähteiden eriyttämiseen ja riskien jakamiseen laajemmin unionin rahoitusjärjestelmässä. Se mahdollistaa rahoitusalan riskien laajemman jakamisen ja voi osaltaan antaa liikkumavaraa alullepanijoiden taseisiin, jotta voidaan lisätä luotonantoa taloudelle. Kaiken kaikkiaan se voi lisätä rahoitusjärjestelmän tehokkuutta ja tarjota lisää sijoitusmahdollisuuksia.[6]

Komissio pyrkii ehdotuksellaan keventämään rajoituksia mutta samalla säilyttämään ne sääntelyn osat, jotka torjuvat hallitsemattomien riskien syntymistä talouteen. Komission ehdotuksessa esitetään muun muassa huolellisuus- ja läpinäkyvyysvaatimusten keventämistä, STS-kriteerien tarkentamista sekä valvonnan yhdenmukaistamista. Tavoitteena on muun muassa hallinnollista taakkaa keventämällä poistaa esteitä arvopaperistettuihin instrumentteihin sijoittamiselle sekä STS- kriteerejä joustavoittamalla edistää riskinjakojärjestelyiden monipuolistamista ja **pk-yritysluottosalkkujen arvopaperistamista.**[7]

EU:n arvopaperistamisasetuksen muutosehdotuksella pyritään keventämään hallinnollista taakkaa, parantamaan sääntelyn riskiperusteisuutta sekä lisäämään markkinoiden houkuttelevuutta säilyttäen samalla sijoittajansuoja ja rahoitusvakaus. Valvontaa koskevilla muutoksilla pyritään tehostamaan ja yhdenmukaistamaan arvopaperistamisen valvontaa. VN:n kirjelmän[8] mukaan Komission ehdotukset liittyvät sekä fyysiseen arvopaperistamiseen, jossa luottoportfolio siirretään luottolaitoksen tai muun luotonantajan taseen ulkopuolelle ja sen perusteella lasketaan liikkeeseen velkainstrumentteja (true sale

[4] (EU) 2017/2402, (1).

[5] Vuoden 2008 finanssikriisi oli rahoitusmarkkinoiden häiriötila, jossa luottamus rahoitusjärjestelmään heikkeni. Luottamuksen rapautuminen johti taloudelliseen epävakauteen ja taantumaan. Vuoden 2008 finanssikriisi alkoi Yhdysvaltojen asuntomarkkinoiden romahtamisesta ja riskialttiiden asuntolainojen (subprime-lainojen) myöntämisestä, jotka oli paketoitu arvopapereiksi ja jotka olivat levinneet (myyty) globaalisti. Kun asuntokupla puhkesi, nämä arvopaperit menettivät arvonsa. Tästä seurasi markkinapaniikki. Pankkien vakavaraisuus tuli konkreettisesti riskitestatuksi. EU:n nykyinen arvopaperistamissääntely on onnistunut vahvistamaan markkinoiden vakautta ja sijoittajansuojaa, mutta samalla se on osoittautunut liian monimutkaiseksi ja rajoittavaksi erityisesti pienemmille toimijoille.

[6] (EU) 2017/2402, (3).

[7] VN:n kirjelmä s. 1.

[8] VN kirjelmä s. 2.

-arvopaperistaminen), että synteettiseen arvopaperistamiseen ja muihin synteettisiin riskinsiirtojärjestelyihin, joissa luottolaitos siirtää luottoriskin esimerkiksi takauksilla tai johdannaisilla ilman, että saatavat poistuvat sen taseesta. Molemmissa tapauksissa tavoitteena on mahdollistaa riskien siirto ja pääomavaatimusten kevennys tasehallinnan avulla, mutta kuitenkin eri teknisin keinoin.

3 Vakavaraisuusasetuksen muutosehdotus

Komission toinen ehdotus koskee EU:n **vakavaraisuusasetuksen**[9] muuttamista. Arvopaperistamisen näkökulmasta EU:n vakavaraisuusasetuksessa säädetään luottolaitosten pääomavaatimuksista, jotka liittyvät arvopaperistamisjärjestelyn toteuttamiseen ja arvopaperistettuihin instrumentteihin sijoittamiseen tai niiden pitämiseen taseessa. Ehdotuksessa esitetään arvopaperistamisjärjestelyihin liittyvien vakavaraisuusvaatimusten keventämistä siten, että vaatimukset olisivat nykyistä riskiperusteisempia ja vähemmän konservatiivisia. Ehdotuksen tavoitteena on poistaa tarpeettomia esteitä arvopaperistamisen hyödyntämisestä luottolaitosten riskienhallinnan ja pääomien käytön tehostamisen välineenä.[10] Komissio esittää muutoksia erityisesti neljään keskeiseen pääomavaatimusten osa-alueeseen: riskipainojen vähimmäistasoihin, p-kertoimen kalibrointiin, uuteen resilientin arvopaperistamispositiokategoriaan sekä merkittävän riskinsiirron (SRT) sääntelykehikkoon. Lisäksi ehdotukseen sisältyy joukko teknisiä tarkennuksia ja täsmennyksiä.[11] Toisin sanoen Komission muutosehdotuksella tavoitellaan muun muassa arvopaperistamiseen liittyvien pääomavaatimusten riskiperusteisuuden lisäämistä, eräiden pääomavaatimusten keventämistä, merkittävän riskinsiirron (significant risk transfer) sääntelyn muuttamista joustavammaksi.

4 Luottolaitosten likviditeettivaatimuksia koskevaan komission delegoituun asetukseen kaavaillut muutokset

Delegoidulla asetuksella[12] säädetään muun muassa siitä, milloin ja millä edellytyksillä tietyt arvopaperit ja muut instrumentit voidaan lukea luottolaitoksen likvideiksi varoiksi likviditeettivaatimusten täyttämiseksi ja kuinka paljon luottolaitoksella tulee tällaisia likvidejä instrumentteja olla.[13] Muutosten ideana on, että arvopaperistamiseen liittyvät velkainstrumentit voitaisiin lukea likviditeettivaatimusten täyttämiseen nykyistä laajemmin.

5 Valtioneuvoston kanta

Valtioneuvosto pitää komission ehdotuksia EU:n arvopaperistamisasetuksen ja EU:n vakavaraisuusasetuksen muuttamiseksi oikeusperustan näkökulmasta perusteltuna. Valtioneuvosto katsoo, että komission julkaisema luonnos luottolaitosten likviditeettivaatimuksia koskevan delegoidun asetuksen muuttamiseksi on sisällöllisesti niin ikään oikeusperustan näkökulmasta asianmukainen.[14] Valtioneuvosto pitää ehdotuksia suhteelli-

[9] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) N:o 575/2013 annettu 26 päivänä kesäkuuta 2013, luottolaitosten ja sijoituspalveluyritysten vakavaraisuusvaatimuksista ja asetuksen (EU) N:o 648/2012 muuttamisesta.
[10] VN:n kirjelmä s. 2.
[11] VN-kirjelmä s. 9.
[12] Delegoitu säädösvalta perustuu EU:n vakavaraisuusasetuksen 460 ja 462 artikloihin.
[13] VN-kirjelmä s. 10.
[14] VN-kirjelmä s. 12.

suusperiaatteen[15] ja toissijaisuusperiaatteen mukaisena.[16] 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.[17]

Kuten VN-kirjelmässä todetaan, pääomamarkkinaunionin tulevaisuudesta annetussa selvityksessä (E 44/2024 vp) on muodostettu muun muassa seuraavat kannat:

> ”Suomi suhtautuu myönteisesti arvopaperistamista koskevan sääntelykehikon uudelleentarkasteluun tavoitteena pääomamarkkinoiden syventäminen. Arvopaperistamisen osalta Suomi pitää keskeisenä, että riskit siirtyisivät markkinaosapuolten välillä kestävällä tavalla, ja että riskit olisivat läpinäkyviä. Suomi suhtautuu varauksellisesti mahdollisiin ehdotuksiin julkisen sektorin tukivälineistä, joilla pyrittäisiin vaikuttamaan arvopaperistettujen instrumenttien riskiprofiiliin.”

> ”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.”

Pääomamarkkinaunionin tulevaisuudesta annetussa selvityksessä (E 44/2024 vp) esitettyjä kantoja täydennetään nyt VN:n kirjelmässä muun muassa seuraavasti:

> ”Valtioneuvosto kannattaa arvopaperistamista koskevan lainsäädännön uudistamisen tavoitetta pääomamarkkinoiden monipuolistamiseksi ja yleisellä tasolla suhtautuu myönteisesti komission ehdotukseen. Valtioneuvosto pitää olennaisena, että arvopaperistamista koskeva sääntelykehikko kokonaisuutena tukee EU:n pääomamarkkinoiden kehittämistä pankkikeskeisen rahoitusjärjestelmän rinnalla, riskinjaon monipuolistamista, tehostaa markkinoiden toimintaa sekä riittävällä tavalla turvaa rahoitusjärjestelmän vakautta.”[18]

> ”Valtioneuvosto katsoo, että ehdotetut toimenpiteet osaltaan palvelevat pääomamarkkinoiden kehittämistä pankkisektorin ulkopuolisen markkinatoiminnan kasvattamiseksi, mikä on erityisen toivottavaa Euroopassa. Valtioneuvosto kuitenkin korostaa, että sijoittajilla ja valvontaviranomaisilla

[15] VN-kirjelmä s. 12: ”Suhteellisuusperiaatteen osalta ehdotukset ovat rajattuja ja kohdennettuja. Ne eivät muuta sääntelykehystä kokonaisuudessaan, vaan keskittyvät komission tunnistamiin ongelmakohtiin, kuten liialliseen hallinnolliseen taakkaan, puutteelliseen riskiperusteisuuteen ja valvonnan hajanaisuuteen.”

[16] VN-kirjelmä s. 12: ”Toissijaisuusperiaatteen näkökulmasta ehdotukset ovat perusteltuja, koska kansalliset toimet eivät riittäisi saavuttamaan tavoiteltua sääntelyn yhdenmukaisuutta ja rahoitusmarkkinoiden tehokasta toimintaa. Useat arvopaperistamismarkkinoiden esteet liittyvät EU-tason sääntelyyn, kuten läpinäkyvyysvelvoitteisiin ja vakavaraisuusvaatimusten epäjohdonmukaisuuteen, joiden muuttaminen edellyttää unionin lainsäädäntötoimia.”

[17] VN-kirjelmä s. 10.

[18] VN-kirjelmä s. 17.

tulisi olla riittävä ja oikea-aikainen tieto arvopaperistamistransaktioiden rakenteesta, riskiprofiilista ja taustalla olevista omaisuuseristä.

Valtioneuvosto pitää tärkeänä edistää pk-yritysten markkinaehtoista rahoitusta ensisijaisesti yksityisten sijoittajien osallistumismahdollisuuksien parantamisen ja riskinjakojärjestelyjen monipuolistamisen kautta julkisten tukimekanismien sijaan. Sääntelyn joustavoittaminen pk yritysluottojen arvopaperistamisen edistämiseksi on kannatettavaa edellyttäen, että siihen liittyvät riskit tunnistetaan ja hallitaan asianmukaisesti."[19]

"Valtioneuvosto pitää oikeasuuntaisena komission ehdottamia toimia arvopaperistamiseen liittyvän valvonnan keskittämiseksi Euroopan keskuspankkiin sen suorien valvottavien osalta ja valvontakäytäntöjen yhdenmukaistamista. Valtioneuvosto pitää kuitenkin tärkeänä arvioida, että ehdotettujen valvonnallisten ratkaisujen edut ylittävät niistä aiheutuvat haitat sekä valvontaviranomaisten tarpeiden että markkinaosapuolten näkökulmasta.

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."[20]

6 Kokoavat johtopäätökset Komission ehdotuksista ja VN:n kannasta

Komission ehdotukset pyrkivät tekemään arvopaperistamista koskevasta EU-lainsäädännöstä yksinkertaisempaa. Muutoksilla helpotetaan pankkien taseissa olevien omaisuuserien arvopaperistamista ja niiden myyntiä sijoittajille, mikä lisää rahoitusmarkkinoiden likviditeettiä ja pankkien oman pääoman riittävyyttä. Ehdotukset ovat osa Euroopan pääomamarkkinoiden kehittämispyrkimyksiä ja tähtää niiden elvyttämiseen sekä osaltaan sääntelyn keventämiseen.[21] Vaikka toimenpiteet helpottavat arvopaperistamista, ne on suunniteltu myös turvaamaan rahoitusjärjestelmän vakaus.

Ehdotetut muutokset arvopaperistamisten pääomavaatimuksiin ja likviditeettisääntelyyn komission mukaan keventäisivät luottolaitosten sääntelytaakkaa ja parantaisivat niiden mahdollisuuksia hyödyntää arvopaperistamista vakavaraisuuden ja likviditeetin hallinnassa. Käsitykseni mukaan ehdotetut muutokset muodostavat tasapainoisen kokonaisuuden, joka keventää sääntelyä, parantaa sääntelyn tehokkuutta ja suhteellisuutta, vahvistaa pankkien likviditeettiä ja kykyä myöntää luottoja vaarantamatta rahoitusvakauden tai sijoittajansuojan tavoitteita.

Valtioneuvoston kanta perustuu asianmukaisesti suoritettuun Komission ehdotusten arviointiin. Arvioinnissa on otettu huomioon ehdotusten merkitys niin pääomamarkkinaunionin loppuunsaattamistoimena kuin rahoitusmarkkinoiden tehostamisessa. VN:n

[19] VN-kirjelmä s. 17-18.

[20] VN-kirjelmä s. 18.

[21] Arvopaperistamista koskevan sääntelyn keventäminen ja suhteellistaminen parantaisivat luottolaitosten ja vakuutusyhtiöiden mahdollisuuksia hyödyntää arvopaperistamista taseriskien hallinnassa ja pääoman vapauttamisessa. Vapautuva pääoma voitaisiin ohjata uuteen luotonantoon kotitalouksille ja yrityksille, mukaan lukien pk-yritykset, mikä voisi parantaa rahoituksen saatavuutta ja edistää talouskasvua. VN-kirjelmä s. 14.

kirjelmässä on otettu hyvin huomioon myös tarve hallita arvopaperistamisen tunnistettuja riskejä.

Käsitykseni mukaan Komission ehdotukset sekä VN-kirjelmässä esitetyt kannat ovat perusteltuja ja kannatettavia. Komission ehdotukset vahvistavat EU:n pääomamarkkinoita ja lisäävät rahoituksen tarjontaa keventämällä pankkien taseissa olevien omaisuuserien arvopaperistamista ja niiden myyntiä sijoittajille. Toteutuessaan ehdotukset lisäävät arvopaperistamismarkkinan toimintaa EU:ssa.

Helsingissä, 24. päivänä syyskuuta 2025



Seppo Villa
Kauppaoikeuden professori
Helsingin yliopisto