

**EUROOPPALAINEN ARVOPAPERISTAMINEN –
SÄÄNTELYN KEINOT JA TAVOITTEET**

Simo Åkerberg

Kohti uudistuvaa kiinteistönvaihdantaa

Turun yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta

Arvosteltavaksi jättämispäivä 13.5.2020

Turun yliopiston laatu järjestelmän mukaisesti tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck -järjestelmällä.

TIIVISTELMÄ

TURUN YLIOPISTO
Oikeustieteellinen tiedekunta

ÅKERBERG, SIMO: Eurooppalainen arvopaperistaminen – sääntelyn keinot ja tavoitteet
Pro gradu -tutkielma, s. IX + 76.

Esineoikeus

Toukokuu 2020

Turun yliopiston laatujärjestelmän mukaisesti tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Tur-
nitin Originality Check -järjestelmällä.

Tämän tutkielman tarkoituksena on arvioida, tukevatko EU:ssa arvopaperistamista koskevat sääntelyhankkeet tosiasiaa reaalityaloutta Euroopassa, joka on yksi EU:n pääomamarkkinaunionin laajemmista tavoitteista. Arvopaperistamisasetusta pidetään yhtenä pääomamarkkinaunionin kulmakivistä ja arvopaperistamisen sääntely oikein toteutettuna mahdollisesti lisääisi pankkien luotonantokapasiteettia. Arvopaperistaminen on innovatiivinen ja monimutkainen järjestely, joka on muuttanut ja tulee muuttamaan perinteistä käsitystä rahoituksen välittämisestä. Osittain arvopaperistamisen sääntelyä hankaloittaa sen monimutkainen rakenne ja rakenteelliset insentiiviongelmät. Näitä on pyritty korjaamaan arvopaperistamisasetuksella, jonka yhtenä tavoitteena on kasvattaa arvopaperistamisvolyyymia Euroopassa.

Jotta talouskasvun tukemista Euroopassa sääntelykeinoin voidaan menestyksekkäästi arvioida, huomiota kiinnitetään arvopaperistamisen käyttöön kokonaisuutena. Käyttö jaetaan taseen ulkoi-
seen ja sisäiseen käyttöön. Sisäisen käytön todetaan olevan Euroopassa pääasiallinen arvopaperistamisen muoto, joka kuitenkin arvopaperistamista koskevassa sääntelykehikossa tuntuu unohtuvan. Sääntelykehikkoa on lähdetty rakentamaan, sillä oletuksella, että omaisuusvakuudelliset joukkolainat myydään sijoittajille. Tämä osoittaa sen, että huonontamalla arvopaperistamisen sisäistä käyttöä esimerkiksi vakavaraisuussääntelyllä, voi tosiasiaa merkitä arvopaperistamisen vähentymistä tulevaisuudessa. Kun pääomamarkkinaunionin tavoitteena on lisätä arvopaperistamista Euroopassa, on ristiriitaisuus ilmeinen. Taseen sisäisen käytön sivuuttamisen arvioidaan tapahtuneen epähuomiossa tai tietoisesti.

Arvopaperistamisasetus luo kriteerit yksinkertaiselle, läpinäkyvälle ja standardoidulle arvopaperistamiselle, josta käytetään nimitystä STS-arvopaperistaminen. Asetus pyrkii kannustamaan STS-arvopaperistamiseen esimerkiksi mahdollisuudella edullisempaan vakavaraisuussääntelyyn. Kuitenkaan tämän ei voida katsoa olevan yksinään STS-kriteereiden pääasiallinen houkutin vaan osakseen siihen kannustavat myös aineettomat hyödyt. Kriteerit eivät kuitenkaan ole yksinkertaiset ja niiden noudattaminen voi osakseen luoda monia haasteita.

Tutkimustuloksena esitetään, että arvopaperistamisasetus elvyttävästä tavoitteestaan huolimatta pitää sisällään monia vaatimuksia ja asettaa arvopaperistamistoimijoille sellaisia velvollisuuksia, joiden voidaan katsoa tosiasiaa disinsentivisoivan arvopaperistamisiin ryhtymistä. Näitä ovat esimerkiksi laajat ja yksityiskohtaiset tiedonantovelvollisuudet sekä institutionaalisten sijoittajien asianmukaisen huolellisuuden vaatimus. Tämän lisäksi vakavaraisuussääntely kohtelee arvopaperistamista syrjivästi esimerkiksi katettuihin joukkolainoihin perustuviin malleihin verrattuna, vaikka niillä ei samoissa määrin voida katsoa olevan reaalityaloutta tukevaa vaikutusta. Taloudellisiin päämääriin pyrkivää sääntelyä on hankala arvioida syystä, että ei kyetä esittämään yhtä oikeaa ratkaisua. Tästä syystä myöskään tutkimustulokset eivät ole yksiselitteiset.

Asiasanat:

Arvopaperistaminen, arvopaperistamisasetus, pääomamarkkinaunioni, vakavaraisuussääntely, STS, EU, talouskasvu, ABS

SISÄLLYS

Sisällys	I
Lähteet	III
Lyhenteet	IX
1 JOHDANTO	1
1.1 Alustus aihepiiriin	1
1.2 Tutkimustehtävästä, lähtökohdista ja aiheen rajauksesta	4
2 PERINTEINEN ARVOPAPERISTAMINEN	8
2.1 Arvopaperistamisen merkitys taloudessa ja reaalitalouden tukemisessa	8
2.2 Arvopaperistamisen transaktiorakenne	10
2.3 Arvopaperistamisen ominaispiirteet ja oikeudelliset ongelmat.....	11
2.3.1 Lisävakuusjärjestelyt (<i>credit enhancement</i>)	12
2.3.2 Vakuuksien hyödyntäminen arvopaperistamisessa.....	13
2.3.3 Riskiluokat ja vesiputousrakenne.....	15
2.3.4 Aidon kaupan ja konkurssietäisyyden juridinen arviointi	17
2.3.5 Aitoon kauppaan liittyvä sääntely arvopaperistamiskontekstissa	21
3 SYNTEETTINEN ARVOPAPERISTAMINEN	22
3.1 Synteettisen arvopaperistamisen potentiaali taloudessa.....	22
3.2 Mekanismi yksinkertaisesti	24
3.3 Parempi vaihtoehto tukea reaalitaloutta	25
3.4 Synteettinen arvopaperistaminen ja yritysluotot	27
4 ARVOPAPERISTAMISASETUS	28
4.1 Pääomamarkkinaunioni ja arvopaperistaminen.....	28
4.2 Arvopaperistamisasetuksen tavoite ja keskeinen sisältö	29
4.3 Arvopaperistamisasetuksen STS-kriteerit	31
4.3.1 Maantieteellinen rajaus	32
4.3.2 Yksinkertaisuus	33
4.3.3 Läpinäkyvyys.....	37

4.3.4	<i>Standardointi</i>	39
4.4	Ilmoitus STS-arvopaperistamisesta	41
4.4.1	<i>Ilmoitus ja itsensä todistaminen</i>	41
4.4.2	<i>Ilmoituksen suhde sijoittajien asianmukaiseen huolellisuuteen</i>	42
4.4.3	<i>Virheellinen ilmoitus ja sanktiomekanismi</i>	43
4.5	Asetuksen kaikkia arvopaperistamisia koskevat säännöt	46
4.5.1	<i>Riskin säilyttämisvaatimus</i>	47
4.5.2	<i>Riskin pidättämisvaatimus ja olennaisen riskin siirtäminen</i>	49
4.5.3	<i>Saatavakannan laatu</i>	50
4.5.4	<i>Uudelleenarvopaperistamisen kieltö</i>	52
4.5.5	<i>Sijoittajakunnan rajoittaminen</i>	53
4.5.6	<i>Institutionaalisten sijoittajien asianmukainen huolellisuus</i>	54
5	ARVOPAPERISTAMISEN TASEEN SISÄINEN KÄYTTÖ	55
5.1	Reporahoitus pankkien rahoituksen lähteenä	56
5.1.1	<i>Reporahoitus Euroopassa ja Yhdysvalloissa</i>	57
5.1.2	<i>Reporahoituksen ja arvopaperistamisen suhde</i>	59
5.2	Keskuspankkirahoitus ja vakuuskäytännöt.....	60
5.2.1	<i>Vakuudet keskuspankkirahoituksessa</i>	60
5.2.2	<i>Arvopaperimuotoiset asuntoluotot rahoituksen vakuutena</i>	62
6	ARVOPAPERISTAMISEN VAKAVARAISUUSSÄÄNTELY	64
6.1	Vakavaraisuussäätely pankkien ohjauskeinona.....	64
6.2	Vakavaraisuussäätelyn vaikutus arvopaperistamisiin	65
6.3	STS-arvopaperistamisen vakavaraisuuskohtelu	67
7	JOHTOPÄÄTÖKSET	69

LÄHTEET

Kirjallisuus

Acharya, Viral V. – Schnabl, Philipp – Suarez, Gustavo: 'Securitization Without Risk Transfer'. 25.2.2012. Saatavilla: <http://ssrn.com/abstract=1364525>.

Acharya, Viral V. – Thakor, Anjan V.: 'The dark side of liquidity creation: Leverage and systemic risk'. *Journal of Financial Intermediation* 28 (2016) 4–21.

Arif, Ahmed, 'Regulations for Securitisation and Covered Bonds: Too Much or Too Little'. 10.10.2017. Saatavilla: <https://ssrn.com/abstract=3032970>.

Avalos, Fernando – Ehlers, Torsten – Eren, Egemen: 'September stress in dollar repo markets: passing or structural?' *Bank for International Settlements Quarterly Review* 8.12.2019.

(AFME) The Association for Financial Markets in Europe: 'Capital Markets Union: Measuring progress and planning for success' September 2018.

Bank of England – European Central Bank: 'The case for better functioning securitization market in the European Union'. A Discussion Paper, May 2014.

Baig, Suleman – Choudhry, Moorad: 'The Mechanics of Securitization: A Practical Guide to Structuring and Closing Asset-Backed Security Transactions'. John Wiley & Sons Ltd 2013.

Blommestein, H. J. – Keskinler, A. – Lucas, C.: 'Outlook for the Securitisation Market'. *OECD Journal: Financial Market Trends* (2011) Volume 2011 issue 1. Saatavilla: <http://www.oecd.org/finance/public-debt/48620405.pdf>.

Brunetti, Anna: 'Basel/IOSCO proposal underwhelms ABS industry' 24.7.2015 Thomson Reuters. Saatavilla: <https://www.reuters.com/article/regulations-abs/basel-iosco-proposal-underwhelms-abs-industry-idUSL5N1042VC20150724>.

Bubb, Ryan – Krishnamurthy, Pradas: 'Regulating Against Bubbles: How Mortgage Regulation Can Keep Main Street and Wall Street Safe – From Themselves' (2015) 163 *University of Pennsylvania Law Review* 1539–1640.

Buchanan, Bonnie G.: 'Securitization: A financing vehicle for all seasons?' *Bank of Finland Research Discussion Paper* 2016. Saatavilla osoitteessa: https://helda.helsinki.fi/bof/bitstream/handle/123456789/14439/BoF_DP_1631.pdf;jsessionid=EBA4A8B56F652B7F6C7B195A0EA92F8A?sequence=1.

Choudhry, Moorad: 'Structured Credit Products: Credit Derivatives and Synthetic Securitisation'. Second Edition. John Wiley & Sons Ltd 2010.

- Corradin, Stefano – Helder, Florian – Hoerova, Marie*: ‘On collateral: implications for financial stability and monetary policy’ Working Paper Series No 2107, November 2017. European Central Bank.
- Deacon, John*: ‘Global Securitisation and CDOs’. John Wiley & Sons Ltd 2005.
- Deloitte: ‘STS easy as STC, easy as 1, 2, 3. Or is it? Operational efforts to revive the securitisation market’. Viimeksi päivitetty 5/2018. (Deloitte 2018).
- Dinca, Silviu*: ‘Cash vs. Synthetic Asset-Backed Securities’. December 2015. Saatavilla: https://www.researchgate.net/publication/299442240_Cash_vs_Synthetic_Asset-Backed_Securities.
- Fabozzi, Frank J. – Choudhry, Moorad*: ‘The Handbook of European Structured Financial Products’. John Wiley & Sons Ltd 2003.
- Ferrari, Massimo – Guagliano, Claudia – Mazzacurati, Julien*: Collateral scarcity premia in euro area repo markets. European Systemic Risk Board Working Paper Series No 55 / October 2017.
- Flunker, Andrea – Schlösser, Tanja – Weber, Andrea*: ‘The New European Framework for ABS Transactions: The Securitisation Regulation and the CRR Amendments’ (2018) Deloitte White Paper No. 81.
- Gorton, Gary – Laarits, Toomas – Metrick, Andrew*: The Run on Repo and The Fed’s Response. (2019) Yale ICF Working Paper No. 2018-14. Saatavilla: <https://ssrn.com/abstract=3216581>.
- Gorton, Gary – Metrick, Andrew*: ‘Securitization’ (2013) Handbook of the Economics of Finance p. 1–70.
- Gorton, Gary – Metrick, Andrew*: ‘Securitized banking and the run on repo’. Journal for Financial Economics 104 (2012) s. 425–451.
- International Capital Market Association (ICMA): ‘Frequently Asked Questions on Repo’ ICMA 2019.
- Joosen, Bart – Lieverse, Kitty*: ‘Relief From Prudential Requirements To Support the Capital Markets Union’ (2018) s. 445–463 teoksessa Danny Busch, Emilios Avgouleas and Guido Ferrarini (toim.), Capital Markets Union in Europe. Oxford University Press 2018.
- Juutilainen, Teemu*: ‘EU Securitisation Regulation: legal ordering in symbiosis with transnational bodies’ (2020) s. 180–199 teoksessa M. Cantero Gamito, & H-W. Micklitz (toim.), The Role of the EU in Transnational Legal Ordering: Standards, Contracts and Codes. Edward Elgar 2020.
- Juutilainen, Teemu*: ‘Law-Based Commodification of Private Debt’ European Law Journal, Vol. 22, No. 6, November 2016, pp. 743–757. John Wiley & Sons 2017.

- Kastelein, Gerard*: ‘Securitization in The Capital Markets Union: One Step Forward, Two Steps Back’ (2018) s. 464–483 teoksessa Danny Busch, Emiliios Avgouleas and Guido Ferrarini (toim.), Capital Markets Union in Europe. Oxford University Press 2018.
- Kaya, Orçun*: ‘Synthetic Securitisation: Making a silent comeback’ Deutsche Bank Research 2017.
- Kivi-Koskinen, Juho*: ‘Subprime-asuntoluottojen arvopaperistamisen merkityksestä nykyisessä talouskriisissä’ Helsinki Law Review 2010/1 p. 37–74.
- Kothardi, Vinod*: ‘Securitization: The Financial Instrument of the Future’. John Wiley & Sons 2006.
- Krauss, Stefan – Cervený, Frank*: ‘Why synthetic securitisations are important for the European Capital Markets Union’ (2015) Kreditanstalt für Wiederaufbau. Saatavilla: https://www.true-sale-international.de/fileadmin/tsi_downloads/TSI_kompakt/Synthetische_Verbriefungen_english_Final_17.09.2015_.pdf.
- Krishnamurthy, Arvind – Nagel, Stefan – Orlov, Dmitry*: ‘Sizing Up Repo’ (2014) Journal of Finance, vol. 69, issue 6, 2381-2417.
- Lauriala, Jari*: Yritysjärjestelyjen rahoitus. Defensor Legis N:o 6 /2009 s. 947–960.
- Lerario, Dominic M*: ‘The Basel Committee and The International Organization of Securities Commissions’ “Criteria for Identifying Simple, Transparent and Comparable Securitisations”: Not So Simple’ (January 12, 2016). Saatavilla SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2727772>.
- Levitin, Adam J.*: ‘Skin-in-the-Game: Risk Retention Lessons from Credit Card Securitization’ Georgetown University Law Center. Business, Economics and Regulatory Policy Working Paper Series Research Paper No. 11–18 & Public Law & Legal Theory Working Paper Series Research Paper No. 11–116. Last revised: 4.3.2014. Saatavilla: <http://ssrn.com/abstract=1898763>.
- Manninen, Otso*: Pääomamarkkinaunioni tukee talouskasvua ja työllisyyttä. Euro & Talous 2/2017 Suomen Pankki.
- Michelangeli, Valentina – Sette, Enrico*: ‘How does Bank Capital Affect the Supply of Mortgages? Evidence from a Randomized Experiment’. Bank for International Settlements Working Papers No 557 (April 2016).
- Mullin, Keith*: STS self-certification? Barking up the wrong tree. Thomson Reuters 09/2015. Saatavilla <https://www.ifre.com/story/1387434/sts-self-certification-barking-up-the-wrong-tree-9xt0pfchcj>. Viitattu 11.5.2020.
- Niemi, Matti*: Maakaaren järjestelmä osa III – Kiinnitys ja Panttioikeus. WSOYpro 2010.
- Orkun, Akseli*: Securitisation, the Financial Crisis and The Need for Effective Risk Retention. European Business Organization Law Review., 14 (1). pp. 1-27.

- Palin, Samuli:* Aidon kaupan turvaaminen arvopaperistamistransaktioon liittyvässä saatavakannan luovutuksessa. Lakimies 4–5/1997 s. 617–645.
- Perraudin, William:* ‘High Quality Securitisation: An Empirical Analysis of the PCS Definition’. Prime Collateralized Securities 2014.
- Piquard, Thibaut – Dilyara, Salakhova:* Secured and Unsecured Interbank Markets: Monetary Policy, Substitution and the Cost of Collateral. Banque De France Working Paper Series no. 730.
- Schwarcz, Steven L.:* ‘A Global Perspective on Securitized Debt’ (2018) s. 485–503 teoksessa Danny Busch, Emiliios Avgouleas and Guido Ferrarini (toim.), Capital Markets Union in Europe. Oxford University Press 2018.
- Schwarcz, Steven L.:* ‘Securitization and Post-Crisis Financial Regulation’ (2016) Cornell Law Review Online 115 s. 115–139.
- Schwarcz, Steven L.:* ‘Securitization Post-Enron’ (May 1, 2004). Cardozo Law Review, Vol. 25, No. 5, 2014.
- Schwarcz, Steven L.:* ‘Securitisation, Structured Finance and Covered Bonds’ (2013) Journal of Corporation Law 39, no. 1 s. 129–154.
- Schwarcz, Steven L.:* ‘What Is Securitization? And for What Purpose?’ Southern California Law Review Volume 85, Number 5 (July 2012) s. 1283–1299.
- Securitization: Structured Finance Solutions. Deloitte White Paper, March 2018 Saatavilla: <https://www2.deloitte.com/lu/en/pages/financial-services/articles/securitization-structured-finance-solutions.html>. (Deloitte 2018b).
- S&P Global Ratings:* ‘How STS Has Shaken Up European Securitization So Far’ 20.11.2019. Saatavilla: <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/191120-how-sts-has-shaken-up-european-securitization-so-far-11242565>. Luettu 11.5.2020.
- Taipalus, Katja – Korhonen, Kari – Pylkkönen, Pertti:* Arvopaperistaminen. Suomen Pankki 2003.
- Tepora, Jarno – Kaisto, Janne – Hakkola, Esa:* Esinevakuudet. 2. uudistettu painos. Kauppa-kamari 2016.
- Tepora, Jarno:* Rahoitusmuodot ja vakuudet. Lakimiesliiton kustannus 2013.
- Weber, Andrea – von Websky, Philipp:* ‘Synthetic Securitisation: A different sort of comeback’. Article June 2017, Deloitte. Saatavilla: <https://www2.deloitte.com/de/de/pages/financial-services/articles/synthetische-verbrieftung-English.html>. Luettu 7.4.2020.
- Wolski, Marcin – Van de Leur, Michiel:* ‘Interbank loans, collateral and modern monetary policy’ Working Paper Series No 1959, September 2016. European Central Bank.

Wood, Philip R.: 'Does moral philosophy apply to capital markets?' (2018) *Capital Markets Law Journal* Vol. 13, No. 2 s. 185–193.

Virallislähteet

(AFME) The Association for Financial Markets in Europe: 'Covered Bond versus ABS Liquidity: A Comment on the EBA's Proposed HQLA Definition' 24.1.2014. Saatavilla osoitteessa: <https://www.afme.eu/globalassets/downloads/publications/afme-stncovered-bond-vs-abs->.

Basel III Document: Revisions to the securitisation framework'. Saatavilla <https://www.bis.org/bcbs/publ/d374.pdf>. Viimeksi päivitetty 07/2016.

The European Banking Authority (EBA) 6.5.2020 'Report on STS Framework For Synthetic Securitisation Under Article 45 of Regulation (EU) 2017/2402'.

The European Banking Authority (EBA) 24.10.2019 'Discussion Paper: Draft Report on STS Framework for Synthetic Securitisation Under Art. 45 of Regulation (EU) 2017/2402'.

The European Banking Authority (EBA) 12.12.2018 'Final Report: on Guidelines on the STS criteria for non-ABCP securitisation'.

The European Banking Authority (EBA) 31.7.2018 'Final Draft Regulatory Technical Standards: On the homogeneity of the underlying exposures in securitization under Articles 20(14) and 24(21) of Regulation (EU) No 2017/2402 laying down a general framework for securitisation and creating a specific framework for simple, transparent and standardized securitisation'.

The European Banking Authority (EBA) 31.7.2018 'EBA Final Draft Regulatory Technical Standards: Specifying the requirements for originators, sponsors and original lenders relating to risk retention pursuant to Article 6(7) of Regulation (EU) 2017/2402'.

The European Banking Authority (EBA) 7.7.2014 'Guidelines on significant risk transfer (SRT) for securitisation transactions'.

European Central Bank: 'Eurosysteem Collateral Data'. Saatavilla: <https://www.ecb.europa.eu/paym/coll/charts/html/index.en.html>. Viitattu 31.3.2020.

The European Commission. (2015) 'An EU framework for simple, transparent and standardised securitization' The European Commission. COM(2015) 472 Final.

(ECON) Opinion of the European Economic and Social Committee on the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council laying down common rules on securitisation and creating a European framework for simple, transparent and standardised securitisation and amending Directives 2009/65/EC, 2009/138/EC, 2011/61/EU and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 648/2012 [COM(2015) 472 final — 2015/0226 (COD)] and the proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) No 575/2013 on prudential requirements for credit institutions and investment firms (COM(2015) 473 final — 2015/0225 (COD)).

Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi Finanssivalvonnasta annetun lain muuttamisesta sekä eräksi siihen liittyviksi laeiksi (HE 141/2018 vp).

Rahoitustarkastuksen ohje 16.1.1996 saamisten luovuttamisesta ja arvopaperistamisesta.

Response to BCBS/IOSCO Consultative Document on Criteria for identifying simple, transparent and comparable securitisations 13.2.2015. Global Financial Management Association, Institute of International Finance ja ISDA. Saatavilla: <https://www.bis.org/bcbs/publ/comments/d304/giii.pdf>. Viitattu 28.4.2020.

Together Asset Backed Securitisation 2019 - 1 PLC 2019 Prospectus.
https://www.ise.ie/debt_documents/Prospectus-Standalone_72910f15-678d-4160-b949-ab89258670d5.pdf.

Oikeustapaukset

KHO 1995 t. 5539

KVL 1993:348

LTV Steel, Inc., No. 00-43866, 2001 Bankr. LEXIS 131 (Bankr. N.D. Ohio Feb. 5, 2001)).

LYHENTEET

ABCP – Asset-backed commercial paper

AFME – Association of Financial Markets in Europe

ABS – Asset-backed security

BCBS – Basel Committee on Banking Supervision

CDS – Credit default swap

CMBS – Commercial mortgage-backed security

CMU – Capital Market Union

CRR – Capital Requirement Regulation

EBA – European Banking Authority

ECB – European Central Bank

ESMA – European Securities and Markets Authority

ICMA – International Capital Markets Association

IOSCO – The International Organization of Securities Commissions

LCR – Liquidity coverage ratio

LIBOR – London Interbank Offer Rate

LTV – Loan to value

MBS – Mortgage-backed security

RMBS – Residential mortgage-backed security

SPV – Special purpose vehicle

STC – Simple, transparent, comparable

STS – Simple, transparent, standardized

1 JOHDANTO

1.1 Alustus aihepiiriin

“Just as the electronics industry was formed when the vacuum tubes were replaced by transistors, and transistors were then replaced by integrated circuits, the financial services industry is being transformed now that securitized credit is beginning to replace traditional lending. Like other technological transformations, this one will take place over the years, not overnight. We estimate it will take 10 to 15 years for structured securitized credit to replace to displace completely the classical lending system – not a long time, considering that the fundamentals of banking have remained essentially unchanged since the Middle Ages”

– Lowell L. Bryan.¹

Nämä olivat McKinsey & Companyn johtajan Lowell L. Bryanin sanat vuonna 2006 kysyttäessä arvopaperistamisen merkityksestä modernissa rahoitusmaailmassa. Bryan ei tuskin tuolloin osannut ennustaa globaalia finanssikriisiä ja sen negatiivista vaikutusta arvopaperistamiselle (eng. securitisation) vielä tänäkin päivänä. Siitäkin huolimatta, että arvio ei osoittautunut oikeaksi, lainaus on kuitenkin mielestäni osuva ja osittain Bryanin kuvailema muutos tapahtuu paraikaa. Perinteinen luotonanto ei ole kokonaan muuttanut muotoaan, mutta tietyt luotonannon perusmekanismit ovat muuttuneet ja tulevat muuttumaan edelleen. Arvopaperistaminen haastaa perinteistä käsitystä rahoituksen välittämisestä muuntaen pankkirahoitusta markkinaperusteiseksi. On mielenkiintoista nähdä, mikä tilanne on 10 vuoden kuluttua.

Syventyessä globaaliin rahoitusmarkkinaan tai ylipäätään talouteen on selvää, että melkein kaikki on kytköksissä toisiinsa. Tämä tullaan huomaamaan myös arvopaperistamisen yhteydessä esimerkiksi siinä, kuinka taseen ulkopuoliset ominaisuudet kytkeytyvät osaksi myös taseen sisäisiä ominaisuuksia. Arvopaperistamisen sääntely on jo sen monimutkaisuuden ja rakenteellisten insenttiiviongelmien johdosta vaikeaa, mutta vielä osakseen sitä hankaloittaa, että melkein kaiken voidaan argumentoida vaikuttavan johonkin negatiivisesti tai positiivisesti. Taloustieteessä on kiistattomia lainalaisuuksia, mutta lähtökohtaisesti taloudelliset argumentit

¹ Ks. lainaus teoksessa Kothardi 2006 s. 3.

yleensä sekoittuvat osaksi poliittisia näkemyksiä, jotka ovat rakennettavissa korostaen sitä, mitä näkökulmaa niiden halutaan palvelevan. Tästä syystä arvopaperistamisen hyötyjä tai haittoja voidaan nähdäkseni luetella lukuisia ja arvopaperistamisen 'oikeanlainen' sääntely taloudellisin perustein on poliittisesti – jos ei mahdoton niin ainakin – vaikea tehtävä.

Euroopan komission tavoitteena on luoda pääomamarkkinaunioni, jonka yhtenä kulmakivenä pidetään arvopaperistamista koskevia uudistushankkeita. Arvopaperistaminen tukee pääomamarkkinaunionin yleisempää tavoitetta siten, että arvopaperistamisen katsotaan vapauttavan enemmän pääomaa luotonantoon, mistä olisi hyötyä myös reaalityaloudelle. Loppupeleissä kysymys on rahan välittämisestä (*intermediation*) sekä rahan kysynnästä ja tarjonnasta. Tehokkaalla ja toimivalla markkinalla käyttämätön "tarpeeton" raha kanavoituu sinne, missä sille on eniten tarvetta. Euroopassa tämä raha on kulkeutunut perinteisesti välillisesti pankkien kautta, kun esimerkiksi Yhdysvalloissa rakenne on enemmän markkinaperusteinen eli suoraan kaksijakoinen velkojan ja velallisen välillä jättäen pankit pois välistä. Rahoituksen pankkikeskeisyyden voisi argumentoida korostavan arvopaperistamisen potentiaalista roolia reaalityalouden tukemisessa Euroopassa.

Pankkien yhtenä perimmäisenä tarkoituksena on perinteisesti ollut rahoituksen välittäminen. Aiemmin välitys on tapahtunut otto- ja antolainauksen muodossa, kanavoiden käyttämätöntä rahaa sinne, mihin sillä on tarvetta. Nykyään rahoituksen välitys näyttäisi, ainakin arvopaperistamisen kontekstissa, tapahtuvan pankeilta markkinoille. Tämän voisi katsoa puoltavan aiemmin mainitun Bryanin näkemystä siitä, kuinka arvopaperistaminen tulee muuttamaan perinteistä luotonantoa. Pankki myöntää luotot, mutta siirtää osan niistä myöhemmin markkinoille. Arvopaperistaminen toimii siis ikään kuin siltana pankkirahoituksen ja markkinaperusteisen rahoituksen välillä, pankkien toimiessa portinvartijana muulle markkinalle. Toisaalta myös modernit keskuspankkien aktiiviset rahamarkkinaoperaatiot ovat hämärtäneet ja muokanneet rahoituksen välittämisen perinteisiä kanavia.

On oma kysymyksensä, mihin rahoituksen välittämisessä tarvitaan pankkia. Aiheeseen ei tässä tutkielmassa paneuduta. Kuitenkin pankkikeskeisessä rahoituksessa myönnettyt luotot kerääntyvät pankin taseeseen, josta osa niistä välitetään edelleen muille markkinatoimijoille. Ajan kuluessa myönnettyt luotot kasaantuvat isoiksi eriksi, joten pankille on luonnollista pyrkiä vähentämään tähän liittyviä riskejä. Tähän pyrkivät ja ohjaavat myös uusimmat sääntelykeinot.

Luottoportfolioita voidaan myydä sellaisenaan tai ne voidaan arvopaperistaa erillisiksi arvopapereiksi. Pankin mahdollisuuksia riskienhallinnassa lisää entisestään luottojen riskin myyminen edelleen eli niin sanottu synteettinen arvopaperistaminen.

Yleisesti arvopaperistamisen hyötynä pidetään sitä, että se muuntaa saatavat likvidiksi, heti käytettävissä olevaksi rahaksi. Usein arvopaperistaminen yhdistetäänkin taseen ulkopuoliseksi järjestelyksi, jossa arvopaperit myydään ulkopuolisille sijoittajille. Myöhemmin on kuitenkin käynyt ilmi, että yli puolet eurooppalaisista arvopaperistamispositioista pidetään pankin taseessa (*retained issuance*), joten arvopaperistamisen rooli taseen ulkopuolisena järjestelynä on ainakin eurooppalaisittain kyseenalaistettava. Totta on, että arvopaperistamisessa käytetään erillisyyhtiörakennetta, mutta näin on myös joissain taseen sisäisissä järjestelyissä. Se, mihin taseeseen prosessin lopputuote päätyy, on merkitsevää.

Hyvin harvoin esitetään arvopaperistamisen mahdollisuuksia taseen sisäisesti, kuten vakuuksien luominen likviditeetin hankkimiseksi. Tämä sivuutetaan myös Euroopan uusimmissa sääntelyhankkeissa, jotka koskevat arvopaperistamisia. Arvopaperistamisasetus ja vakavaraisuussäntelykehikkoon tehdyt muutokset tuntuvat lähtevän siitä oletuksesta, että arvopaperit myydään ulos taseesta. Vielä edelleen arvopaperistamiskonteksissa tuntuu unohtuvan usein prosessin lopputuotteena olevien arvopapereiden mahdollisuus sijoituskohteina ja tähän liittyvä sääntely. Yleensä näitä arvopaperistettuja luottoja ostavat tahot ovat itsekin vakavaraisuussäntelyn kohteena, mikä vaikuttaa paljolti arvopaperistamisiin.

Vanha pankkimaailman sääntö on, että voitot ovat yksityisiä, mutta tappiot yhteisiä. Täten voisi kysyä, onko pääomamarkkinoilla tai sen sääntelyllä kytkentää yleiseen moraaliin? Historian suuret filosofit eivät ole tätä kysymystä pohtineet.² Arvopaperistamiskontekstissa yleensä puheenaiheena moraalin sijasta on ollut moraalikato (*moral hazard*). Sääntely rajoittaa ja kontrolloi markkinoiden vapautta ja markkinoilla olevia rahoitustuotteita, kuten johdannaisia, arvopaperistamisia ja muita strukturoituja tuotteita.³ Rahoitusmarkkinoiden vapautta punnitaan talouden suojelun tarpeella ja nostetaan aina esiin klassinen kysymys siitä, mihin raja tulisi vetää. Kuten historia opettaa, pääoma- ja rahoitusmarkkinoilla ei ole aina mennyt kovin ruusuisesti ja

² Tätä kysymystä pohti ansiokkaasti esimerkiksi Wood artikkelissaan luoden uudenlaisen metodin moraalifilosofialle, joka pätee myös esimerkiksi pankkeihin ja yrityksiin. Ks. Wood 2018.

³ Wood 2018, s.187.

vastuuttomalla toiminnalla on ollut merkittäviä seuraamuksia. Sääntely on jossain määrin varmasti tervetullutta, mutta toisaalta myös markkinoiden itsesääntelyllä on omat perustelunsa.⁴ Kysymys on myös siitä, kahlitseeko sääntely markkinoita ainoastaan päästääkseen ne vapaaksi?⁵ Tämä on erittäin osuva kysymys arvopaperistamisasetuksen osalta.

1.2 Tutkimustehtävästä, lähtökohdista ja aiheen rajauksesta

Tutkielman tehtävänä on arvioida, tukeeko arvopaperistamisen sääntely tosiasiallisesti arvopaperistamismarkkinan elvyttämistavoitetta ja täten myös Euroopan talouskasvua? Arviointia toteutetaan tarkastelemalla arvopaperistamiseen liittyvää sääntelykehikkoa ja siinä omaksuttujen sääntelytekniikoiden onnistuneisuutta suhteutettuna arvopaperistamisasetuksen tavoitteisiin ja komission pääomamarkkinaunionin laajempaan tavoitteeseen. Onnistuneisuutta arvioidaan kokonaisvaltaisesti arvioimalla arvopaperistamista ja sen taseen sisäistä käyttöä. Tavoitteena on laajentaa tavanomaista käsitystä arvopaperistamisesta taseen ulkopuolisena järjestelyinä, jossa erillisyhtiö myy ulkopuolisille sijoittajille joukkovelkakirjoja. Tosiasiallisesti Euroopassa yli puolet arvopaperistamisesta jää alullepanijan taseeseen, joten järjestelyn luonnehdinta taseen ulkopuolisena järjestelyinä on kyseenalaistettavissa ainakin näin eurooppalaisittain.

Arvopaperistamiseen liittyvä eurooppalainen sääntelykehikko käsittää useita säädöspohjia, mutta tässä tutkielmassa arvopaperistamista tarkastellaan lähinnä arvopaperistamisasetuksen⁶, vakavaraisuusasetuksen⁷ ja delegoidun LCR-asetuksen⁸ valossa. Tarkastelun pääpaino on arvopaperistamisasetuksen sääntelytekniikoissa. Vakavaraisuuskehikon kohtelua arvopaperistamista kohtaan arvioidaan lähinnä sen taloudellisissa vaikutuskissa suhteessa arvopaperistamisasetuksen ja pääomamarkkinaunionin tavoitteisiin. LCR-asetusta voidaan pitää mikrosääntelyinä osana laajempaa vakavaraisuussääntelyä, jonka tehtävänä on turvata riittävä maksuvalmius.

⁴ Arvopaperistamisen sääntelemisen vahvuuksista ja heikkouksista ks. Schwarcz (2014).

⁵ Wood 2018, s. 189.

⁶ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2017/2402 (arvopaperistamisasetus).

⁷ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) n:o 575/2013 (CRR).

⁸ Komission delegoitu asetus (EU) 2015/61 (LCR).

Arvopaperitamisasetuksella on monta tavoitetta. Yhtäältä sen tavoitteena on arvopaperistamis-
markkinan elvyttäminen ja toisaalta yksinkertaisempien arvopaperistamisrakenteiden luomi-
nen. Vielä edelleen sen voisi katsoa tähtäävän markkinoiden luottamuksen kasvattamiseen yh-
tenäistämällä sijoittajien ja alullepanijoiden intressejä tai lisäämällä tiedonantovelvollisuuksia.
Tämä tavoitteiden moninaisuus koskee myös EU:n pääomamarkkinaunionihanketta. Tässä
työssä yhdistetään arvopaperistamisasetuksen ja pääomamarkkinaunionin tavoitteet yhdeksi
laajemmaksi tavoitteeksi: Arvopaperistamisasetus osana pääomamarkkinaunionia tavoittelee
talouskasvua Euroopassa lisäämällä pankkien luotonantokapasiteettia työväliseen arvopa-
peristaminen. Lisääntyneen luotonantokapasiteetin oletetaan kanavoituvan markkinoilla tehok-
kaasti siten, että se hyödyntää talouskasvua.⁹

Arvopaperistamisen ongelmat, jotka on tunnistettu vuosien 2008–2009 finanssikriisissä, ote-
taan tässä tutkielmassa annettuina. Näitä ongelmia ei myöskään avata erikseen, joten finanssi-
kriisin ja erityisesti arvopaperistamisen merkitys finanssikriisissä oletetaan jo tiedetyksi. Arvo-
paperistamisen ongelmiksi on mielletty rakenteelliset insentiiviongelmat, kuten originate-to-
distribute -mallit, yleinen puutteellinen huolellisuus riskien arvioinnissa sekä liiallinen nojau-
tuminen ulkoisiin luottoluokituksiin. Muita ongelmia ovat olleet ainakin monimutkaiset arvo-
paperistamisrakenteet, puutteellinen informaatio sekä silloinen vakavaraisuussäätelyke-
hikko.¹⁰

Arvopaperistamista voivat harjoittaa lukuisat eri tahot, kuten yritykset, vakuutusyhtiöt ja erilai-
set pankit. Tässä tutkielmassa käsitellään arvopaperistamista erityisesti pankkitoiminnassa, ja
pankilla tarkoitetaan juridiselta luonteeltaan olevaa luottolaitosta. Tutkielman näkökulmaksi
otetaan se, että pankki toimii arvopaperistamisen alullepanijana, vaikka alullepanijat voivat olla
myös muita toimijoita tai alullepano on ulkoistettu erinäiselle järjestäjälle (sponsor). Vastuiden,
joita arvopaperistetaan, oletetaan olevan lähtökohtaisesti asuntoluottoja niiden muodostaessa
määrällisesti laajimman luottopoolin. Arvopaperistamisen pääasialliseksi motiiviksi katsotaan
pankin luotonantokapasiteetin kasvattaminen.

⁹ Tällä hetkellä talouskasvu ja suuri osa uusista työpaikoista syntyvät pienissä ja keskisuurissa kasvuyrityksissä. Täten näiden yritysten rahoitus on olennaista positiivisen talouskehityksen jatkumisen kannalta. Ilman vakuuksia tai merkittävää liikevaihtoa esimerkiksi uudet toimijat eivät helposti saa lainaa pankeilta. Koska rahoitus on Euroopassa pankkikeskeistä ja pääomamarkkinat ovat Euroopassa ohuet, arvopaperistamisella voisi olla merkittävä rooli välittää rahoitusta pankeilta markkinoille. Ks. Manninen (2017) Euro & Talous, viitattu 5.5.2020. Toisaalta tulisi muistaa, että arvopaperistaminen ei lisää rahoituksen kysyntää.

¹⁰ Basel II -sääntelykehikko oli vasta tulossa voimaan Yhdysvaltoihin vuonna 2008 siirtymiseen.

Tutkielmassa arvopaperistamisen sisäisellä käytöllä tarkoitetaan sitä, kuinka arvopaperistamisen lopputuotteena olevia joukkolainoja hyödynnetään alullepanijapankin taseessa. Taseen sisäistä käyttöä ovat esimerkiksi työssä erikseen esitetyt tavat hyödyntää arvopaperistamispositioita repo- tai keskuspankkirahoituksessa. Perusteena sille, miksi taseen sisäistä käyttöä käsitellään omana lukunaan, on sen merkittävä rooli arvopaperistamisissa.

Sisäinen käyttö jää usein arvopaperistamiskonteksissa käsiteltävänä asiana mainitsematta tai se jää vain lyhyen maininnan varaan. Jotta arvopaperistamiseen liittyvän sääntelykehikon onnistuneisuutta suhteessa pääomamarkkinaunionin ja arvopaperistamisen yhdistettyyn tavoitteeseen voisi ylipäättään menestyksekkäästi arvioida, on tärkeää tiedostaa ja esittää arvopaperistamisen taseen sisäiset mahdollisuudet. Koska kysymyksessä on tutkimuksissa vähemmän huomiota saanut arvopaperistamisen puoli, ei taseen sisäistä käyttöä voida ottaa annettuna. Tämän vuoksi taseen sisäisen käytön tosiasiallista yleisyyttä pyritään perustelemaan käyttämällä apuna tilastoja.

Arvopaperistamistransaktio on monimutkainen prosessi, joka sisältää lukuisia eri osapuolia. Tässä tutkielmassa arvopaperistamistransaktio käydään kuitenkin läpi hyvin pintapuolisesti ja yksinkertaisena, esittelemättä eri toimijoiden rooleja ja johdannaissopimusten sisältöjä syvällisemmin. Yksityiskohtainen transaktiorakenteen ja osapuolten kuvaus rajataan pois, koska huomiota halutaan kiinnittää tärkeämpiin asioihin, kuten arvopaperistamisen rakenteellisiin ja oikeudellisiin ongelmakohtiin. Tutkielmassa tuodaan esiin arvopaperistamistransaktioiden ydinasiat ja toiminnot, jotka mielletään arvopaperistamisen ominaispiirteiksi. Tässä yhteydessä pyritään esittämään, että nämä ominaispiirteet tosiasiasa lisäävät arvopaperistamisen oikeudellisia ongelmia, jotka lähtökohtaisesti kytkeytyvät kaikki yhteen pääongelmaan, saatavakannan aitoon kauppaan. Tämän arvioinnin tehtävänä on toimia argumenttina sille, että arvopaperistamisasetus ei ollut vastaus arvopaperistamisen oikeudellisiin vaan lähinnä taloudellisiin ongelmiin.

Koska pääomamarkkinaunioni on valinnut juuri arvopaperistamisen yhdeksi työvälineeksi saavuttaa sille asetettuja makrotaloudellisia tavoitteita, työssä käsitellään myös toista arvopaperistamisen muotoa, synteettistä arvopaperistamista. Synteettisellä arvopaperistamisella on suuri

potentiaali nyt ja tulevaisuudessa Euroopan talouskasvun tukemisessa. Synteettistä arvopaperistamista tarkastellaan monella mittarilla sellaisesta näkökulmasta, joka voi osoittaa sen olevan tosiasiaassa perinteistä aitoon kauppaan perustuvaa arvopaperistamista parempi vaihtoehto. Tarkastelu jää kuitenkin melko pintapuoliseksi synteettisen arvopaperistamisen osalta, mutta sen perustellun 'paremmuuden' johdosta, oudoksutaan omaksuttua sääntelylinjausta siitä, miksi synteettistä arvopaperistamista ei otettu jo alun perin osaksi STS-kriteereitä.

Arvopaperistamisasetusta käsitellään työssä olennaisin uudistuksineen koskien arvopaperistamisia. Näitä uudistuksia ovat ainakin riskin säilyttämisvaatimusta, sijoittajien asianmukaista huolellisuutta, tiedonantoa ja standardointia koskevat vaatimukset. Todettakoon kuitenkin, että kysymyksessä on sen verran laaja ja yksityiskohtainen sääntelyuudistus, että merkittäviäkin rajoituksia joudutaan tekemään. Arvopaperistamisasetuksen eräs merkittävä uudistus on luoda yksinkertaiset (simple), läpinäkyvät (transparent) ja standardoidut (standardized) kriteerit arvopaperistamiselle, jonka täytyessä arvopaperistamisesta saa käyttää nimitystä 'STS-arvopaperistaminen'. Tämän lisäksi tiettyjen lisäedellytysten täytyessä, STS-arvopaperistaminen saa edullisemman vakavaraisuuskohtelun kuin muut arvopaperistamiset. Kriteerit täyttävästä arvopaperistamisesta käytetään tässä työssä nimitystä 'STS-arvopaperistaminen' ja kriteereihin viitataan 'STS-kriteereinä'. STS-kriteereihin paneudutaan melko yksityiskohtaisesti pyrkien havaitsemaan omaksutut linjaukset ja kuinka ne palvelevat talouskasvun tavoitetta. STS-kriteereillä todetaan olevan kannustimien kautta luova ohjaava vaikutus, joskin tämän kannustinvaikutuksen tosiasiallisen hyöty on kyseenalaistettavissa kriteerien 'ylitsepääsemättömyydellä' ja monimutkaisuudella.

Pankkeja koskevaa vakavaraisuussääntelyä käsitellään työssä sen vuoksi, että sillä voisi katsoa olevan korostunut merkitys arvopaperistamisissa. Kovin syvällisesti vakavaraisuussääntelyn teknisiin asioihin ei työssä paneuduta tarkastelun pääpainon säilyessä enemmälti periaatetasolla. Vakavaraisuuskehikko on niin olennainen osa arvopaperistamista koskevaa sääntelyä, että sitä ei voida sivuuttaa, etenkin tarkastelun painopisteen ollessa komission talouskasvua tukevassa tavoitteessa. Vakavaraisuussääntely koskee erityisesti taseen sisäistä käyttöä, mutta samalla myös ulkoista käyttöä esimerkiksi sääntelypääomaa vapauttavan vaikutuksen johdosta.

Arvopaperistamisen sääntely asetuksen esittämässä mittakaavassa on Suomessa uusi ilmiö. Suomessa ei ole ollut varsinaisesti arvopaperistamiseen liittyvää erityissääntelyä. Arvopaperistamista on Suomessa säännelty aiemmin entisen rahoitustarkastuksen ohjeessa vuodelta 1996 ja luottolaitoslain säädöksessä.¹¹ Arvopaperistamisasetus on kuitenkin nyt suoraan Suomessa sovellettavaa oikeutta ja asetuksen voimaantulon myötä siihen liittyvä sääntely kasvoi meillä huomattavasti. Arvopaperistamisesta ei ole suomenkielisessä oikeuskirjallisuudessa kirjoitettu nykyisten eurooppalaisten sääntelyhankkeiden valossa.

Työn rakenne etenee siten, että ensiksi käsittelen perinteistä arvopaperistamista, jossa pyrin samalla esittämään, kuinka arvopaperistamisen ominaispiirteet lisäävät siihen kohdistuvan juridisen arvioinnin vaikeusastetta. Tämän jälkeen tarkastelen synteettistä arvopaperistamista ja pyrin vertaamaan sitä perinteiseen arvopaperistamiseen. Vertailun perusteella yritän näyttää synteettisen arvopaperistamisen olevan huonosta maineestaan huolimatta tosiasiasa reaalitalouden kasvulle ehkä parempi vaihtoehto Euroopassa. Näiden kahden arvopaperistamislajin käsittelyn jälkeen syvennyn arvopaperistamista koskevaan sääntelyyn, joista ensiksi itse arvopaperistamisasetukseen, jonka jälkeen arvopaperistamisen vakavaraisuussääntelyyn. Pyrin myös todistamaan arvopaperistamisen sisäistä käyttöä ennen vakavaraisuussääntelyä koskevaa pääluokua.

2 PERINTEINEN ARVOPAPERISTAMINEN

2.1 Arvopaperistamisen merkitys taloudessa ja reaalitalouden tukemisessa

Arvopaperistamista on luonnehdittu monesti koko rahoitusalan suurimmaksi innovaatioksi viime vuosisadalla. Arvopaperistaminen on alkanut Yhdysvaltojen markkinoilla vuonna 1969, josta se saapui Eurooppaan 1980-luvulla ja on kasvanut niistä ajoista mittavasti. Arvopaperistamisen innovatiivisuudesta ja merkityksestä huolimatta, aiheesta on vain vähän tutkimusta.¹²

¹¹ Rahoitustarkastuksen ohje 16.1.1996 saamista luovuttamisesta ja arvopaperistamisesta. Luottolaitoslaki 9 luvun 13 §, jonka mukaan 'luottolaitoksen on varauduttava varojen tai velkaerien arvopaperistamiseen liittyviin riskeihin. Kyseisten riskien hallinnassa on riittävästi varmistuttava siitä, että riskien arviointi ja niitä koskevat päätökset perustuvat riskien todelliseen arvoon ja luonteeseen. Sillä on oltava arvopaperistamiseen liittyvän riskin hallintaa koskevat dokumentoidut toimintaperiaatteet ja menettelytavat'.

¹² Fabozzi – Choudhry 2004, s. 3, Deacon 2005, s. 1-2 ja Gorton – Metrick 2013, s. 5.

Arvopaperistamisella on katsottu olevan tärkeä rooli taloudessa ja rahoituksessa. Gortonin ja Metrickin mukaan esimerkiksi arvopaperistaminen ei ole tärkeää ainoastaan siksi, että se on määrällisesti merkittävää. Rahallisten intressien lisäksi arvopaperistaminen haastaa esimerkiksi teoreettisia käsityksiä rahoituksen välittämisestä.¹³ Rahoituksen välittäjät (pankit) myöntävät asiakkaille luottoja, joita perinteisesti pidetään taseessa siihen asti, kunnes ne erääntyvät. Tämä luo luotonantajalle insentiivin tarkkailla velallisia ja monitoroida luottojen suoriutumista koko luottosuhteen aikana. Vastaavasti, mikäli pankit eivät pidä luottoja taseessaan, pankeilla ei tämän logiikan mukaan ole intressiä valvoa tai monitoroida luottojaan. Käytännössä edellä mainittu johti finanssikriisiä edeltävään luotonannossa tapahtuvaan moraalikatoon (moral hazard) ja samaan problematiikkaan liittyvään luo ja hajauta -ongelmaan (originate-to-distribute model).

Yksinkertaistettuna voisi todeta, että arvopaperistaminen tarkoittaa ennustettavan tai jo olemassa olevan saatavan muuttamista jälkimarkkinakelpoiseksi arvopaperiksi, joka myydään sijoittajille. Arvopaperistamisessa vakuudet ovat tärkeässä roolissa, sillä saatavien vakuusarvoa hyödynnetään ”aientamalla” saatavien sisääntuloa. Arvopaperistettavia vastuita (*underlying exposures, underlying assets*) ovat esimerkiksi asuntoluotot, yritysluotot, kulutusluotot, luottokorttisaatavat, autolainat tai leasing-saatavat. Lähtökohtaisesti, mitä vastuita tahansa voidaan arvopaperistaa ja ainoastaan kekseliäisyys on tälle rajana.¹⁴ Yleisin ja määrältään suurin arvopaperistamisen kohde on asuntoluotot, mikä selittynee pääosin asuntoluottojen suurella luottokannalla.

Arvopaperistettavat vastuut ovat pankkien, rahoituslaitosten ja muiden yritysten taseessa olevia illikvidejä omaisuuseriä, jotka ovat yleensä samankaltaisia (homogeenisia) ja toimivat vakuutena liikkeeseenlasketuille arvopapereille (joukkolainoille), joita puolestaan sijoittajat ostavat. Arvopaperistaminen on monimutkainen prosessi, jossa on mukana erilaisia toimijoita, kuten juristeja, pankeja, luottoluokittajia, vakuutusyhtiöitä, kirjanpitäjiä ja hallinnoijia. Itse konseptina arvopaperistaminen on kuitenkin yksinkertainen.¹⁵

¹³ Gorton – Metrick 2013, s. 4.

¹⁴ Kekseliäisyydestä esimerkkeinä mainittakoon ns. katastrofibondit (catastrophe bonds), jotka ovat eräänlaisen vakuutusliitännäisen arvopaperistamisen (insurance-linked securitisation) lopputuotteita. Vakuutusyhtiö vakuuttaa esimerkiksi kaupungin luonnonkatastrofin varalta ja siirtää osan riskistä sijoittajille keräämällä heiltä rahaa rahastoon. Sijoittajat saavat sijoitukselleen tietyn preemion, mikäli katastrofia ei tapahdu ja vastaavasti katastrofin tapahtuessa, sijoittajat menettävät rahansa joko kokonaan tai osittain.

¹⁵ Fabozzi – Choudhry 2004, s. 3-4.

Arvopaperistamiseen ryhtymisellä voi olla eri motiiveita ja arvopaperistamisjärjestely voidaan toteuttaa monin eri tavoin. Arvopaperistamista voidaan käyttää apuna esimerkiksi jälleenrahoitukseen, vaihdantakelpoisten vakuuksien luomiseen, taloudellisten tunnuslukujen muokkaamiseen (omavaraisuusaste) tai vakavaraisuusvaatimusten asettamien pääomavaatimusten alentamiseen (regulatory capital).¹⁶ Factoring-rahoitus muistuttaa paljolti arvopaperistamista, jonka tavoitteena on myyntisaatavien rahoitus. Suomalaisessa kirjallisuudessa esimerkiksi Tepora on luonnehtinut factoring-rahoitusta periaatteessa vaihtoehtoiseksi järjestelyksi arvopaperistamiselle.¹⁷

Arvopaperistamisen moninaisista tavoitteista huolimatta sen potentiaali laajemman talouden tukemiseen on suuri. Arvopaperistaminen (1) muuntaa pankkikeskeistä rahoitusta markkinaperusteiseksi, (2) muuntaa illikvidin omaisuuserän likvidiksi, (3) myytäessä taseen ulkopuolelle hajauttaa riskiä ja (4) vapauttaa sääntelypääomaa. Jotta arvopaperistamista voidaan arvioida, esitetään seuraavaksi lyhyesti arvopaperistamisen transaktiorakenne.

2.2 *Arvopaperistamisen transaktiorakenne*

Arvopaperistamistransaktio lähtee liikkeelle siitä, kun alkuperäinen velkoja (alullepanija tai originaattori) kerää mahdollisimman paljon samanlaisia saatavia yhdeksi paketiksi, jotka se haluaa muuntaa likvidiksi rahaksi. Tämän koontivaiheen jälkeen homogeeniset omaisuuserät siirretään aidolla kaupalla (true sale) erillisyhtiölle, jota kutsutaan tyypillisesti SPV:ksi (Special Purpose Vehicle, myös ”SPE” tai ”SSPE”).¹⁸ Transaktiorakenteen ollessa optimaalisesti tehokas erillisyhtiön tulisi olla alullepanijasta riippumaton ja konkurssietäällä (bankruptcy remote) alullepanijasta. Konkurssietäisyys saavutetaan siten, että erillisyhtiö on oma itsenäinen entiteettinsä, joka ei ole esimerkiksi alullepanijan omistuksessa. Täten erillisyhtiönä ei voi olla esimerkiksi pankin määräysvallassa ja omistuksessa oleva tytäryhtiö. Aidon kaupan juridiseen arviointiin palataan jäljempänä.

¹⁶ Buchanan 2016, s.10. Arvopaperistamisen hyödyistä kattavasti myös Tepora 2013, s. 329–331.

¹⁷ Ks. Tepora 2013, s. 329.

¹⁸ Ks. Tepora – Kaisto – Hakkola 2016, s. 537–538. SPV:n tarkoituksena on omistaa yhtiölle luovutettuja yksilöityjä saamia ja se pääsääntöisesti purkautuu sen jälkeen, kun arvopaperistettavat vastuut lakkaavat. Kuitenkin on mahdollista, että samaa erillisyhtiötä käytetään useaan eri arvopaperistamiseen. Tämä mahdollistaa esimerkiksi sen, että eri alullepanijat voivat hyödyntää yhtä samaa erillisyhtiötä. Tavanomaisen arvopaperistamisen erillisyhtiötä ei hallinnoida aktiivisesti toisin kuin ABCP –conduit:ejä (Gorton – Metrick 2013, s. 13).

Erillisyhtiö on käytännössä pöytälaatikkoyhtiö, jolla ei ole omaa toimintaa tai muita vastuita.¹⁹ Rahoittaakseen kaupan kohteen (paketoitua saatavamassaa) alullepanijalta, erillisyhtiö laskee liikkeelle vakuudellisia joukkovelkakirjoja, joita esimerkiksi institutionaaliset sijoittajat ostavat.²⁰ Näiden joukkovelkakirjojen vakuudeksi erillisyhtiö panttaa alullepanijalta ostetun saatavakannan. Vakuuksien käyttäytymiseen prosessissa palataan myös jäljempänä.

Arvopaperistamisjärjestelyssä käytännön järjestelyjen syistä alullepanijapankki toimii edelleen erillisyhtiölle myytyjen saatavien ”hallinnoijana” (servicer tai manager). Kun tarkasteltavaksi otetaan esimerkiksi asuntoluotot, asuntovelallisen näkökulmasta ei esimerkiksi tapahdu muuta ulkoisesti havaittavaa muutosta kuin pankkitili, jolle velkaa suoritetaan.²¹ Tätäkään muutosta ei tosiasiaa välttämättä huomata, sillä lainojen suoritukset on yleensä kytketty suoramaksusopimukseen. Hieman yksinkertaistaen voisi sanoa, että velallinen maksaa edelleen suoritukset pankille, joka tilittää ne edelleen sijoittajille.²² Tämän voisi argumentoida hankaloittavan esimerkiksi panttiobjektin tosiasiallisen kontrollin arviointia ja sen myötä julkivarmistusten arviointiin.

2.3 Arvopaperistamisen ominaispiirteet ja oikeudelliset ongelmat

Johtuen arvopaperistamisen monimutkaisesta rakenteesta ja sen tietyistä ominaispiirteistä siihen kohdistuu lukuisia eri oikeudellisia ongelmia. Näitä ovat ainakin todellisen kaupan arviointi, järjestelyyn liittyvät vakuuskysymykset sekä erillisyhtiön hallinnointia koskevat kysymykset. Tiivistäen nämä kaikki juridiset ongelmat näyttävät nivoutuvan tavalla tai toisella aidon kaupan arviointiin ja sen myötä erillisyhtiön konkurssietäisyyteen. Seuraavassa esitän, mitä

¹⁹ Ks. Fabozzi – Choudhry 2004, s. 30.

²⁰ Institutionaaliset sijoittajat pitävät yleensä sijoituksista, jotka tuottavat tasaista kassavirtaa. Tällaiseksi sijoituskohteeksi soveltuvat erityisesti vakuudelliset joukkovelkakirjat, jotka kuitenkin ovat epäsuotuisia sijoituskohteita jäljempänä esitellyn likviditeettikohtelun valossa. Sijoittajien intressiä voi lisätä myös se, että sijoittajat eivät tavallisesti pääse käsiksi arvopaperistettaviin lainoihin suoraan ensiasteessa (ks. Tepora 2013, s. 331). Asuntoluottojen tarjoaminen yksityisille vaatii siihen tarkoitettua toimiluvan. Arvopaperistaminen mahdollistaa sen, että sijoittajat pääsevät ikään kuin luotonantajan asemaan, kuitenkaan olematta sitä.

²¹ Tepora 2013, s. 333 ja 357. Tepora ei varsinaisesti avaa sitä syytä, miksi pankkitili vaihtuu. Pankkitili vaihtuu todennäköisesti siksi, että erillisyhtiön ja alullepanijan varat eivät saa sekoittua myöhemmin esitettävien aidon kaupan kriteerien täyttymisen vuoksi tai myöskään varojen sekoittautumisriskin johdosta mahdollisessa maksukyvyttömyystilanteessa.

²² Yleensä sijoittajia edustaa erillinen trustee tai vakuusagentti, jolla on toimivalta edustaa sijoittajia kollektiivisesti. Rakenteen on yleensä myös sellainen, että ulkopuolinen valvoja (monitor) valvoo kassavirtaa, joka menee joko suoraan tai välillisesti toisen tahon kautta järjestäjältä erillisyhtiölle.

nämä arvopaperistamisen ominaispiirteet ovat ja kuinka nämä ominaispiirteet vaikeuttavat arvopaperistamisen suurinta oikeudellista ongelmaa, aidon kaupan arviointia. Tarkoitukseni on käsitellä aidon kaupan arvioinnin hankaluutta nimenomaan arvopaperistamisen ominaispiirteiden (fundamenttien) eikä niinkään itse saatavien siirtoon (assignment of receivables) liittyvän problematiikan kautta.

2.3.1 Lisävakuusjärjestelyt (credit enhancement)

Arvopaperistaminen on itsessään innovatiivinen järjestely, jolla saadaan esimerkiksi 20 vuoden asuntolainoista kertyvä kassavirta muutettua osittain heti käytettävissä olevaksi rahaksi. Lisävakuusjärjestelyjä käytetään säännönmukaisesti arvopaperistamisessa, mikä lisää arvopaperistamisen innovatiivisuutta siinä mielessä, että alun perin riskialttiiksi arvioituista luotoista voidaan luoda AAA-luokitukseen yltäviä arvopapereita. Lisävakuusjärjestelyjen tavoitteeksi voisi kiteyttää arvopaperistamisen lopputuotteena olevien arvopapereiden luottokelpoisuuden kohentamisen eli toisin sanoen sijoituskohteiden (vakuudellisten joukkolainojen) riskin alentamisen.²³ Lisävakuusjärjestelyjen keinot voidaan jakaa sisäisiin ja ulkoisiin lisävakuusjärjestelyihin. Sisäisiä keinoja ovat esimerkiksi vakuuspoolin spreadit (yield ja excess spread), vesiputousrakenne itsessään sekä vakuuspoolin ja liikkeeseenlaskettavien joukkolainojen nimellisarvojen erotus (overcollateralization).²⁴ Sisäisten lisävakuusjärjestelyjen voisi katsoa olevan aina kyseessä silloin, kun käytetään erillisyhtiön sisäisiä prosesseja ilman ulkoisten osapuolten osallistumista järjestelyyn.

Ulkoisia lisävakuusjärjestelyitä ovat sellaiset, joihin liittyy aina saatavakannan omistajaan, erillisyhtiöön nähden ulkopuolinen osapuoli. Ulkoisia lisävakuusjärjestelyitä arvopaperistamistransaktiossa ovat esimerkiksi alullepanijan riskialteimman luokan pidättäminen taseessa

²³ Credit enhancement -termillä viitataan yleisesti toimiin, joilla velallinen pyrkii saamaan rahoitusehdot itselleen edullisemmaksi. Arvopaperistamiskontekstissa termiä käytetään esimerkiksi alullepanijan lisävakuustoimiin erillisyhtiön hyödyksi velkakirjojen houkutelavuuden parantamiseksi sijoittajien näkökulmasta tai velkakirjojen luottoluokituksen parantamiseksi. Termi kattaa kuitenkin myös erillisyhtiön sisäiset lisävakuusjärjestelyt.

²⁴ Yield spread eroaa excess spreadista siten, että se on pelkästään sisääntulevien ja ulosmenevien tuottojen ja korkojen erotus. Excess spreadissa poolissa olevat vastuut tuottavat myös (laadullisesti) enemmän kassa(korko)virtaa, mitä vastaavasti vakuudellisten joukkolainojen haltijoille maksetaan ulos. Ks. Fabozzi – Choudhry 2004, s. 17-18.

(equity tranche), alullepanijan erillisyhtiölle antamat takaukset tai myytyä saatavakantaa koskevat ostositoumukset sekä ulkoiset vakuutukset ja luottoriskijohdannaiset.²⁵

Juridisen ongelman lisävakuusjärjestelyt tuovat osaksi arvopaperistettavien omaisuuserien aidon kaupan arviointia.²⁶ Etenkin Yhdysvalloissa finanssikriisiä edeltävien ABCP conduit -järjestelyjen tosiasialliset riskit säilyivät edelleen alullepanijalla muodollisesta kaupasta erillisyhtiölle huolimatta.²⁷ Lisävakuusjärjestelykeinoja on lukuisia. Yleistäen nämä järjestelyt voisi mieltää eräänlaiseksi suppiloksi, jonka läpi luotto kulkee, samalla kun sen luottoluokitus koheenee. Tämä moninaisuus hämärtää tosiasiallisen riskin hahmottamista.²⁸ Tätä mahdollisuutta rajoittavat tosin jäljempänä arvioitava aitoon kauppaan liittyvät haasteet sekä enenevässä määrin pidätetyn riskin myötä nousevat pääomavaatimukset. Aidon kaupan arvioinnin lisäksi lisävakuusjärjestelyt hankaloittavat esimerkiksi vakavaraisuussäätelyn kohdentamista järjestelyn tosiasialliseen riskiin nähden.

2.3.2 Vakuuksien hyödyntäminen arvopaperistamisessa

Vakuudet ovat arvopaperistamisen keskiössä ja käytettäviin vakuudellisiin joukkolainoihin liittyy oikeudellisia ongelmia esimerkiksi panttiobjektin yksilöitävyyden, julkivarmistuksen ja tosiasiallisen kontrollin arvioinneissa. Arvopaperistamisprosessin kulkiessa eteenpäin on syytä huomata, että alkuperäisen luoton vakuus (panttiobjekti) siirtyy yksinkertaisessa rakenteessa yhteensä kolme kertaa. Kun arvopaperistettava omaisuuserä on esimerkiksi asuntoluotto, luoton vakuutena oleva asunto (1) on aluksi pantattu pankille, jonka luotto (2) myydään myöhemmin erillisyhtiölle, joka (3) panttaa sen edelleen liikkeeseenlaskettavien joukkovelkakirjojen

²⁵ Ulkoisista vakuutuksista mainittakoon esimerkiksi Yhdysvaltalaisen vakuutusyhtiön AIG:n myöntämät vakuutukset (luottoriskinvaihtosopimukset) arvopaperistamispositioille. AIG:n arvopaperistamisvakuutusvastuut kuitenkin laukesivat räjähdysmäisesti finanssikriisin yhteydessä johtaen yhteensä 180 miljardin dollarin pelastuspakettiin. (esim. Euro ja Talous 2015 s. 44) Ks. myös Kivi-Koskinen HLR 2010, s. 49.

²⁶ Kysymystä lisävakuusjärjestelyjen ja aidon kaupan välisestä suhteesta on käsitelty esimerkiksi Palin LM 1997, s. 631–634, joka toteaa, että ”ei ole mahdollista tarkasti todeta sitä rajaa, milloin saatavan siirtäjä vastaa edelleen siinä määrin siirtovelallisten maksukyvyistä, että luovutusta olisi pidettävä vakuusluovutuksena”. Lisävakuusjärjestelyjen ja aidon kaupan väliseen problematiikkaan palataan jäljempänä aitoa kauppaa koskevassa jaksossa.

²⁷ Tätä problematiikkaa kuvastaa hyvin termi ‘securitisation without risk transfer’, jollaiseksi Acharya ja muut kuvaavat ABCP-arvopaperistamista Yhdysvalloissa ennen finanssikriisiä (Acharya – Schnabl – Suarez (2011)).

²⁸ Ks. Choudhry 2010, s. 416, jossa hän toteaa osuvasti ’the lower quality of the assets being securitised, the greater need for credit enhancement’. Lisävakuusjärjestelyjen johdosta on täysin mahdollista saada esimerkiksi BBB-luokan luottokannasta erillisyhtiöstä ulos AAA-luokan arvopapereita.

vakuudeksi. Ketjua voidaan laajentaa siten, että joukkolainojen liikkeeseenlaskun (arvopapereiden luonnin) jälkeen, pankki ostaa arvopaperit (retained issuance) ja (4) panttaa ne edelleen keskuspankille tai repomarkkinoilla vastapuolelle rahoituksensa vakuudeksi.

Myytäessä arvopaperistettavat vastuut erillisyhtiölle, on kysymyksessä saatavan siirron kautta tapahtuva velkojan vaihdos. Velasta annettu vakuus seuraa itse saatavaa alullepanijalta erillisyhtiöön.²⁹ Suomalaisessa vakuusoikeudessa pääsääntönä on, että panttiobjektin jäädessä panttiantajan haltuun säilytettäväksi panttivelkojan lukuun, ei yksinään riitä traditiovaatimuksen täyttämiseksi. Julkivarmistus vaatii lisätoimenpiteitä.³⁰ Alkuperäisen velallisen maksusuoja ja erillisyhtiön väitesuoja silmällä pitäen erillisyhtiön tulisi tehdä siirtoilmoitus velalliselle.³¹ Erikseen huomioitavaa on esimerkiksi luottolaitoslain 14 luvun 12 §:ssä säädetty kielto edelleenpantata luottolaitokselle annettua vakuutta ilman vakuuden antajan suostumusta. Täten alullepanija pankkina ei voisi edelleenpantata ainakaan kotimaisen oikeutemme mukaan vakuuksia ilman taustalla olevien velallisten suostumusta. Tältä ongelmalta vältytään kuitenkin käyttämällä erillisyhtiötä. Saatavien siirrosta tulee ilmoittaa velallisille, mutta velallisten suostumusta siirtoon ei tarvita, ellei tästä ole erikseen sovittu.

Kirjallisuudessa yleisenä tapana on esittää erillisyhtiön liikkeeseen laskemat arvopaperit vakuudellisina joukkolainoina kuitenkin avaamatta vakuusoikeuksien juridisteknisistä luonnetta arvopaperistamisessa. Kirjallisuudessa esimerkiksi *Tepora* on avannut kattavasti arvopaperistamisen lopputuotteiden, vakuudellisten joukkolainojen vakuusjärjestelyjä.³² *Tepora* tarkastelee yksityiskohtaisesti saatavan panttausta erillisyhtiölle ja lisäksi saatavaan liittyvän panttiobjektin sekä itsessään panttioikeuden edelleenpanttausta sijoittajien hyväksi esineoikeudellisesta näkökulmasta. Yksinkertaistetusti voidaan sanoa, että erillisyhtiö panttaa saatavansa ja

²⁹ *Tepora* 2013, s. 335. Nyt käsiteltävänä on ainoastaan vakuuspuoli, mutta tässä yhteydessä voisi todeta jo itse saatavan siirron olevan siinä määrin juridinen ongelma, että sitä on pidetty historiassa jopa käsitteellisenä mahdottomuutena. Ks. saatavan siirron kehityksestä ja sen deormalisoitumisesta erityisesti Juutilainen 2017 s. 745-750.

³⁰ Ks. esim. Niemi 2010, s. 130. Ns. constitutumposessorium. Arvopaperistettujen luottojen ollessa esimerkiksi asuntoluottoja, johon pankille on annettu vakuuksia, joko asunto-osakkeina tai kirjallisina panttikirjoina, siirto ei olisi pääsäännön mukaan sivullissitova, mikäli asunto-osake tai panttikirja jäisi pankin haltuun. Velkakirjalain 22.2 §:n poikkeuksen johdosta vakuuksien siirto erillisyhtiölle on kuitenkin sivullissitova edellä mainitusta huolimatta, kun siirtäjänä on pankki.

³¹ Velallisille tehtävien ilmoitusten (denuntiaatio) voisi yleisemmin katsoa olevan siviilioikeudellisille järjestelmille ominaispiirre, kun common law -maat nojaavat ehkä enemmän yhden (julkisen) ilmoituksen kautta nojautuvaan julkivarmistukseen.

³² Ks. *Tepora* 2013, s. 348-355.

edelleenpanttaa näiden saatavien vakuudet (esim. asunto-osakkeet) sijoittajille, kuitenkin käytännössä näiden yhteiselle edunvalvojalle. Juridisesti kaksi eri vakuusmekanismia (saatava mahdollisine vakuuksineen ja panttioikeus) kulkevat siis ikään kuin rinnakkain, joista myös disponoidaan samanaikaisesti.³³

2.3.3 Riskiluokat ja vesiputousrakenne

Arvopaperistamisen yhtenä ominaispiirteenä on järjestelyssä tapahtuva samansisältöisen vakuuspoolin 'siivuttaminen' eri riskiluokkiin. Juridisen ongelman siivuttaminen muodostaa siksi, että alullepanija säännönmukaisesti pidättää eniten riskiä sisältävän luokan itsellään. Erillisyhtiö laskee liikkeelle pääsääntöisesti joukon eri laatuista vakuudellisia joukkovelkakirjoja (asset-backed security "ABS") vastamaan erilaisia riskiprofiileita. Erilaisuudesta joukkovelkakirjoista puhutaan myös etuoikeusluokkina (tranche).³⁴ Yleensä erillisyhtiö pidättää tai alullepanija ostaa huonoimman etuoikeusluokan pidättääkseen riskiä ja kohentaakseen muiden riskiluokkien luottokelpoisuutta (ns. equity tranche). Pääsääntöisesti liikkeeseen lasketuille vakuudellisille joukkovelkakirjoille on haettu ulkopuolinen luottoluokitus.³⁵ Käytäntö voi kuitenkin nykyisten kehityssuuntien valossa muuttua.³⁶

Riskiprofiileihin luokittelu voidaan toteuttaa määrittämällä eri korko tai maturiteetti tietyille joukkovelkakirjoille. Kuitenkin yleensä eri riskiprofiileja hyödyntävissä emissioissa käytetään niin kutsuttua vesiputousrakennetta (waterfall structure), joka kanavoi vakuuspoolin tappiot enempi riskiä sisältävästä luokasta vähemmän sisältävään luokkaan tietyin tappioastein. Jouk-

³³ Ks. Ibid.

³⁴ Ks. Taipalus – Korhonen – Pylkkönen 2003, s. 158.

³⁵ Luottoluokittajia ovat esimerkiksi kansainvälisesti tunnetut Moody's, Standard & Poor's ja Fitch. Luottoluokitus haetaan, koska institutionaaliset sijoittajat harvemmin ostavat tai ylipäätään saavat ostaa sääntelyn johdosta luokittamattomia (non-investment grade) tuotteita (ks. esim. Levitin 2014, s. 833)

³⁶ Voidaan puhua ns. rating agency reformista ks. esim. Schwarcz 2016, s. 119–120 tai Lerario 2016, s. 46. Yhdysvalloissa ulkoisten luottoluokitusten merkitystä on vähennetty merkittävästi ks. Dodd-Frank Act 15 U.S.C. § 78o-7. Kehityssuunta tällä hetkellä on enemmän ulkoisista luokituksista sisäisiin ja sijoittajien tekemiin omiin arvioihin. Ulkoista luottoluokitusmallia on pidetty huonona esimerkiksi siitä syystä, että luottoluokituksen hakija maksaa luottoluokittajalle (issuer pays), jolloin helposti syntyy intressiristiriitoja luokituksen sisällöstä. Euroopassa myös ulkoisten luottoluokitusten osalta on tehty merkittäviä uudistuksia ja myös vakavaraisuussäätely ohjaa ulkoisesta arvioinnista sisäiseen (SEC-IRBA, SEC-ERBA).

kolainoille kertyvä kassavirta kanavoituu samalla mekanismilla vähemmän riskialttiista tuotteesta riskialttiimpaan.³⁷ Eniten riskiä sisältäviä luokkia kutsutaan equity (myös ”junior” tai ”mezzanine”) -riskiluokaksi ja vähiten riskiä sisältäviä luokkia senior-luokaksi.

Vesiputousrakenteen toteuttaminen on juridisesti mielenkiintoinen, mutta sen juridisteknistä toteutusta ei kirjallisuudessa juuri koskaan avata. Lähtökohtaisesti velkojilla (sijoittajilla) on pari passu -periaatteen mukaisesti yhtäläinen oikeus saada suoritus saatavalleen velalliselta, joka arvopaperistamisrakenteessa on erillisyhtiö SPV. Pari passu -periaatteesta voidaan poiketa esimerkiksi esinevakuuksilla, jotka asettavat velkojan parempaan asemaan kuin muut velkojat.³⁸ Vakuuspooli arvopaperistamistransaktioissa on kuitenkin sama kaikille liikkeeseen laskettaville arvopapereille, joten luokittelun perusteena ei ole taustalla olevien vakuuksien laatu. Eri asiansa toki on, että joidenkin maiden lainsäädäntö sallii tehokkaasti yhden erillisyhtiön sisällä luokittelun eri vakuusmassoille, jotka ovat eri arvopapereiden vakuutena.³⁹ Siitä huolimatta, että vakuuspooli on kaikille velkojille (sijoittajille) sama, velkojien etuoikeutta vakuuspooliin voidaan muokata esimerkiksi jälkipanteilla.

Totta on, että velkojien välillä voidaan lisäksi tehdä keskinäisiä alistamissopimuksia (inter-creditor agreement) ja toimia muokkaamaan keskinäisiä etusijajärjestyksiä saamisille. Esimerkiksi yrittyskauppojen rahoituksessa yleensä junior-velkojat alistetaan (subordinoidaan) suhteessa senior-velkoihin sijoittamalla ”alempi” juniorvelka rakenteellisesti transaktioketjussa alemmas, minne kertyy suorituksia ainoastaan, mikäli seniorvelkojille rakenteessa korkeammalla on suoritukset maksettu.⁴⁰ Joukkolainojen liikkeeseenlasku samansisältöisin oikeuksin (plain vanilla) ja myöhemmin tehtävien alistamistoimenpiteiden velkojien välillä ei kuitenkaan tule kysymykseen, koska se ei yksinään nostaisi enempi riskiä sisältäville arvopapereille maksettavaa tuottoa eikä myöskään kanavoisi kassavirtaa vesiputousrakenteellisesti.

Ymmärtääkseni vesiputousrakenteen luodaan esitteessä, jollainen tulee laatia, mikäli vakuudelliset joukkolainat tulevat julkisen kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla, kuten pörssissä. Esitteessä määritellään joukkolainojen keskinäiset suhteet, niin tappioiden kuin maksunsaantijärjestyksen osalta.⁴¹ ESMA:n ylläpitämästä STS-arvopaperistamisrekisteristä käy ilmi, että lähes kaikissa traditionaalissa (non-ABCP) arvopaperistamisissa vakuudelliset joukkolainat ovat laskettu liikkeelle julkisesta emissioista vrt. private placement -tyyppiseen liikkeeseenlaskuun, jossa emissio on yksityinen.⁴²

³⁷ Ks. esim. Lerario 2016, s. 56 ja Flunker – Schösser – Weber 2018, s. 24 sekä Baig – Choudhry 2013, s. 30 ja 94. Vesiputousrakenteesta arvopaperistamisessa kattavasti ks. Deacon 2005, s. 86–93.

³⁸ Kuuluisa lainaus vakuuden tarkoituksesta on Lynn LoPuckin määritelmä ”security is an agreement between A and B that C take nothing”.

³⁹ Tällainen on esimerkiksi Luxemburgin arvopaperistamislainsäädäntö, jossa yhden erillisyhtiön sisällä sallitaan sammioimaan vakuuksia tehokkaasti eri arvopapereille. Ks. Deloitte 2018b, s. 39–43.

⁴⁰ Ks. esim. Lauriala 2009 DF, s. 957.

⁴¹ Ks. esim. Lloyds Bankin, BNP Paribasin ja kahden muun toimijan yhteistä arvopaperistamista koskeva esite s. 14–15, jossa lasketaan liikkeelle yhteensä 8 erilaatuista (tranche) vakuudellista joukkolainaa. Viitattu 15.4.2020.

⁴² Ks arvopaperistamistaulokko <https://www.esma.europa.eu/policy-activities/securitisation/simple-transparent-and-standardised-sts-securitisation>. Viitattu 11.5.2020.

2.3.4 Aidon kaupan ja konkurssietäisyyden juridinen arviointi

Erillisyhtiön konkurssietäisyys ja aidon kaupan arviointi siirrettävien saatavien osalta kytkeytyvät osaksi yhteen. Molemmilla halutaan turvata erillisyhtiön riippumattomuus alullepanijan konkurssista siten, että vakuudellisten joukkolainojen taustalla olevat vakuudet pysyvät alullepanijan mahdollisesta konkurssista huolimatta. Konkurssietäisyys saavutetaan siten, että erillisyhtiö on muodollisesti ja tosiasiallisesti erillinen entiteetti alullepanijasta, joka ostaa aidolla kaupalla arvopaperistamisjärjestelyssä liikkeeseenlaskettavien joukkolainojen vakuutena käytettävät saatavat, kuten asuntoluotot, alullepanijalta. Aidon kaupan arviointia voisi luonnehtia arvopaperistamisen yhdeksi merkittävimmäksi juridisten ongelmien aiheuttajaksi.⁴³

Aidon kaupan arviointi ei ole yksinkertaista esimerkiksi siitä syystä, että järjestelyissä käytettävät lisävakuusjärjestelyt (credit enhancement) hämäävät käsitystä siitä, kenellä on tosiallinen riski kaupan kohteena olevasta vakuuspoolista. Tämän lisäksi on huomattava, että useissa maissa kirjanpito- ja konkurssilainsäädännöissä on eroja siinä, mikä hyväksytään todelliseksi myynniksi. Näistä eroavaisuuksista huolimatta esimerkiksi Taipalus ja muut ovat identifioineet joitain kriteereitä aidon kaupan arvioinnin tueksi.⁴⁴ Kriteerit ovat pääosin seuraavanlaiset (kirjoittaja muokannut):

1. Omaisuuserien tulee olla pysyvästi siirretty erillisyhtiöön. Mikäli siirtoon liittyy palautusoikeuksia alullepanijalle, tulisi punnita sitä, muistuttaako omaisuuserien siirto enemmän esimerkiksi rahoitustransaktiota kuin myyntiä.
2. Alullepanijalla saa olla ainoastaan rajoitettu takaisinosto-oikeus siirrettävään luottokantaan.
3. Kaikki omaisuuseristä kertyvät tuotot pitää tulouttaa erillisyhtiölle. Teknisesti alullepanija on edelleen kassavirtojen hallinnoija, mutta ei saa ottaa hyväkseen luottokantojen varsinaisia tuottoja muutoin kuin hallinnointipalkkion muodossa, mikä puolestaan on määritetty hallinnointisopimuksessa.

⁴³ Vrt. esim Tepora 2013, s. 335 jossa Tepora arvioi tämän yhdeksi kolmesta arvopaperistamisen merkittävästä juridisesta ongelmasta. Tässä työssä aidon kaupan käsite mielletään näiden kaikkien ongelmien aiheuttajana.

⁴⁴ Ks. Taipalus – Korhonen – Pyllkkönen 2003, s. 151–152.

4. Luottokannan kauppahinnan muodostumistavan tulee olla sellainen, että siirto voidaan arvioida kaupaksi. Esimerkiksi korkoindeksiin sidottu hinta saatetaan tulkita vaakuudelliseksi lainaksi. Turvallisin tapa hinnoitella siirrettävät omaisuuserät on tulevien kassavirtojen diskonttaus vähennettynä tietyillä riskipreemioilla.
5. Alullepanijan ja erillisyhtiön varat tulee pitää erillään; alullepanija voi kyllä toimia erillisyhtiön agenttina ja täten kassavirtojen hallinnoijana.⁴⁵

Taipalus ja muut ovat kriteeriensä perusteella sitä mieltä, että alullepanijalla ei saisi olla takaisinosto-oikeutta siirrettyihin omaisuuseriin. Kuitenkin Suomessa Korkeimman hallinto-oikeuden (KHO 1995 t. 5539) ratkaisussa on todettu olevan kysymys aidosta kaupasta siitä huolimatta, että alullepanija olisi antanut erillisyhtiölle omavelkaisen takauksen tai vaihtoehtoisesti omavelkaisen takauksen erillisyhtiön ottamalle lainalle rahoittaakseen kaupan. Tämän lisäksi alullepanija olisi sitoutunut ostamaan saatavakannan takaisin viiden vuoden kuluttua (takaisinostositoumus).⁴⁶ Myös julkaisemattomassa keskusverolautakunnan päätöksessä (KVL 1993:348) Turun kaupunki arvopaperisti saatavakantoja irlantilaisen erillisyhtiön kautta, jossa Turun kaupunki alullepanijana kantoi toteutuneen kaupan jälkeen edelleen täydellisesti saatavakantaan kohdistuvan luottoriskin. Keskusverolautakunta tulkitsi järjestelyn aidoksi kaupaksi.⁴⁷

Kirjallisuudessa esimerkiksi Tepora on katsonut, että aidon kaupan tunnusmerkistön täyttymisen kannalta on olennaista, että osapuolet ovat tarkoittaneet saatavakannan omistusoikeuden vaihdosta ja että siirto-oikeustoimen tosiasiallinen oikeudellinen sisältö eli tämän tunnusmerkistö myös vastaa objektiivisesti arvioiden omistusoikeuden siirtoa. Tepora nostaa esiin velkakirjalain 9.2 §:n säännöksen, jonka perusteella hän katsoo, että arvopaperistamiskontekstissa

⁴⁵ Alullepanijan ja erillisyhtiön välisen hallinnointisopimuksen sitovuudesta esimerkiksi alullepanijan tai erillisyhtiön konkurssissa kotimaisessa oikeudessamme ks. Tepora 2013, s. 359–360. Mikäli alullepanijalle on siirretty saatavien hallinnointi, konkurssiin on varauduttu yleensä sopimusteknisesti lausekkeella, jonka johdosta saatavien hallinnointi siirtyy kolmannen tahon hoidettavaksi erillisyhtiön kanssa sovittavalla tavalla.

⁴⁶ Palin on katsonut, että KHO:n päätöksen merkitystä arvioitaessa luovutustoimen yksityisoikeudellista luonnetta voidaan katsoa varsin vähäiseksi. Tätä hän perustelee muun muassa sillä, että kysymys oli enemmänkin kunnallisoikeudellisesta arvioinnista eikä yksityisoikeudellinen näkökulma ollut niin vahvasti läsnä. Toiseksi perusteeksi hän ilmaisee, että kyseessä on KHO:n päätös. KHO:lle ei perinteisen toimivallanjaon mukaan ole kuulunut yksityisoikeudellisten asioiden ratkaiseminen. Palin LM 1997, s. 643.

⁴⁷ Ks. Ibid. s. 643–644. Palin on myös huomauttanut, että KVL:n kannanotto koski enempi Irlantiin perustettavan erillisyhtiön verovelvollisuutta Suomessa, eikä tätä kannanottoa tulisi välttämättä tulkita aidon kaupan kriteerien hyväksymiselle vastaavanlaisissa tilanteissa yksityisoikeudellisesta näkökulmasta. Tunnetusti vero- ja yksityisoikeuden tulkinnat ja näkemykset saattavat poiketa merkittävästikin toisistaan samankaltaisessa tilanteessa.

alullepanija voi sitoutua vastaamaan ”siirtovelallisen maksukyvyvystä rajatussa merkityksessä”.⁴⁸ VKL 9.2 §:n säännöstä voidaan sovittaa esimerkiksi alullepanijan lisävakuusjärjestelyjen raameihin, mutta kyseinen säännös ei tulkintani mukaan kuitenkaan ota varsinaisesti kantaa omistusoikeuden siirron objektiiviseen arviointiin eikä täten ”aidolla kaupalla” tapahtuvan siirron sivullissitovuuteen. Säännös ilmaisee ainoastaan sen, että (saatavakannan) myyjä ei ole vastuussa velallisen maksukyvyvystä, ellei hän ole siihen erikseen velvoittautunut luoden lähinnä pääsäännön kaupan kohteen *virheellisyyden* arviointiin.⁴⁹ Kaupan kohteen virheellisyyttä koskeva arviointi ei puolestaan liity aidon kaupan arviointiin.

Taipalus ja muut eivät ota aidon kaupan kriteereissään kantaa lisävakuusjärjestelyjen myötä tapahtuvaan tosiasialliseen riskinjakoon alullepanijan ja erillisyhtiön välillä, muutoin kuin toteamalla, että arvopaperistettaviin omaisuuseriin liittyneiden riskien tulee olla siirretty pois alullepanijalta erillisyhtiölle.⁵⁰ Tätä vastoin, esimerkiksi Palin on pohtinut melko kattavasti ja yksityiskohtaisesti kyseistä problematiikkaa eri lisävakuusjärjestelyjen osalta.⁵¹

Riski voi jäädä alullepanijalle esimerkiksi alullepanijan antaessa erillisyhtiölle takauksen, takaisinostositoumuksen (ns. clean up call) tai sitoutuessa ostamaan huonosti suoriutuvat luotot takaisin. Riski voi jäädä myös siinä tapauksessa alullepanijalle, että erillisyhtiö käyttää ulko-
puolisia vakuutuksia tai johdannaisosapuolia luottoriskin siirtämiseksi ja näiden riskipreemiot maksaa alullepanija.

Tavanomaisesti arvopaperistamisjärjestelyssä alullepanija ostaa erillisyhtiöltä riskisimmän etuoikeusluokan ns. osakeosan (equity tranche) osana pääomavaatimusten täyttämistä ja/tai osana lisävakuusjärjestelyä tuottaakseen muille arvopaperiluokille paremman luottoluokituksen. Edellä käsitelty vesiputousrakenne tiivistää suurimman osan riskistä yhteen arvopaperiluokkaan. Kun alullepanija pidättää säännönmukaisesti osakeosan taseessaan, voi perustellusti argumentoida koko emission suurimman riskin olevan edelleen alullepanijalla.

Toisin kuin katettuihin joukkolainoihin perustuvat mallit, arvopaperistamisen vakuuspooli on lähtökohtaisesti staattinen. Arvopaperistamisen vakuuspoolista saadaan dynaaminen sopimusteknisesti, kun vastaavasti katettujen joukkolainojen vakuuspoolin dynaamisuus on mahdollistettu ainakin Suomessa suoraan lainsäädännön avulla. Muotoilemalla saatavakannan siirto erillisyhtiölle dynaamiseen tapaan siten, että alullepanija kykenee vaihtamaan joustavasti jo luovutettuja saatavia toisiin saataviin vesittää koko aidon kaupan tarkoituksen. Mikäli alullepanija on

⁴⁸ Tepora 2013, s. 342. Velkakirjalain 9.2 §:n sanamuoto menee näin ‘luovuttaja ei ole vastuussa velallisen maksukyvyvystä, ellei hän ole siihen velvoittautunut’.

⁴⁹ Tarkoitan saatavakannan virheellisyydellä sitä, että erillisyhtiö esittää väitteitä ostamansa saatavakannan laadun puuttellisuudesta sen johdosta, että se ei vastaa sitä, mitä katsotaan sovitun. Kysymys on siis irtaimen omaisuuden kaupan virheellisyysarviointista, joka lähtökohtaisesti myös ilman VKL 9.2 §:n säännöstä on sopimusvapauden piirissä.

⁵⁰ Ks. Taipalus – Korhonen – Pylkkönen 2003, s. 151.

⁵¹ Ks. Palin LM 1997, s. 639–645.

esimerkiksi velvoitettu vaihtamaan huonosti suoriutuvat luotot vakuuspoolista, ovat suurimmat luottoriskit tosiasiallisesti edelleen alullepanijalla.

Katsoakseni täysin perusteltua olisi väite, että erillisyhtiölle siirtyvä saatavakanta ei olisi siirtynyt aidolla kaupalla, mikäli saatavakantaan liittyvät riskit (esimerkiksi siirtovelallisten luottoriskit ja ennenaikaisen takaisinmaksun riski) jäävät suuressa määrin edelleen alullepanijan kannettavaksi. Yksityisoikeudellisessa arvioinnissa painoarvoa annetaan pääsääntöisesti enemmän järjestelyn tosiasialliselle luonteelle kuin sen muodolliselle rakenteelle.⁵² Tästä syystä arvopaperistamistransaktiossa käytettäviä lisävakuusjärjestelyjä olisi hyödynnettävä vaaruksellisesti. Tarkkaa rajaa siitä, missä määrin lisävakuusjärjestelyjä voidaan arvopaperistamisessa hyödyntää sen vaarantamatta erillisyhtiön konkurssietäisyyttä, ei kyetä antamaan.

Oikeustieteessä hankaliin tulkinta- tai arviointikysymyksiin on tapana esittää vastaukseksi tapauskohtaista harkintaa, joka yleensä kuitenkin täsmentyy oikeuskäytännössä ajan saatossa. Lisävakuusjärjestelyjen ja aidon kaupan arvioinnin väliseen suhteeseen joudutaankin tarjoamaan vastaukseksi tapauskohtaista harkintaa, ainakin toistaiseksi. Kysymyksen tarkennus Suomessa vaatisi alullepanijan tai erillisyhtiön maksukyvyttömyysmenettelyn, jossa velkoja tai jokin muu asianosaistaho kyseenalaistaisi saatavakannan siirron sivullisittomuuden. Alullepanijan eurooppalaisittain ollessa yleensä pankki, konkurssi ei olisi luonnollisestikaan toivottua, minkä lisäksi vaadittaisiin myös konkurssiin ajautuvalta pankilta arvopaperistamistransaktioita, jollaisia Suomessa ei montaa ole. Tästä syystä kysymyksen tarkentuminen myöhemmin linjattavan oikeuskäytännön perusteella on epätodennäköistä ja itse ongelmakin on Suomessa lähinnä teoreettinen. Esimerkiksi Suomessa on arvopaperistamisen vähäisyyden yhdeksi syyksi arvioitu Suomessa puuttuva trust-instituutio.⁵³ Toisaalta suomalaiselle alullepanijalle ei ole merkittäviä esteitä perustaa trustia sellaiseen oikeusjärjestykseen, joka tunnistaa trustin.

⁵² Vrt. esim. oikeudessamme tunnettu vakuusluovutus, joka ei tosiallisen luonteensa mukaan ole kauppa eikä täten mahdollisessa maksukyvyttömyystilanteessa ole kauppana sivullisittova. Vakuusluovutus voidaan määritellä määräämistöimeksi, jossa oikeustoimen todellisenä tarkoituksena ei ole omistusoikeuden siirtäminen vaan vakuuden antaminen.

⁵³ Esimerkiksi arvopaperistamisasetukseen liittyvän hallituksen esityksen mukaan Suomessa ei ole aktiivisesti toimivaa arvopaperistamismarkkinaa (HE 141/2018 vp s. 14). Trustin etuna voisi katsoa olevan se, että se mahdollistaa erillisyhtiön kontrollin kuitenkin muodollisesti olematta erillisyhtiön omistaja. Tällä hetkellä ainoat aitoon kauppaan perustuvat arvopaperistamistransaktiot Suomessa näyttäisivät olevan espanjalaislähtöisen Banco Santanderin auto- ja leasingluottojen arvopaperistaminen. Tämä tieto perustuu PCS:n ylläpitämään rekisteriin. Prime Collateralized Securities (PCS) on yleishyödyllinen toimija, jonka tarkoituksena on edistää arvopaperistamista Euroopassa. Ennen arvopaperistamisasetuksen voimaantuloa, PCS:llä oli käytössään asetuksen kanssa vastaavanlainen laadukkaan ja yksinkertaisen arvopaperistamisen järjestelmä, jonka kriteerit täyttävälle

Oman juridisen ongelmansa muodostaa myös itsenäisen entiteetin perustaminen siten, että alullepanija ei muodollisesti ole määräysvallassa, mutta alullepanijalla on tosiasiallisesti päätäntävaltaa. Esimerkki intressien ristiriidasta arvopaperistamiskontekstissa löytyy LTV Steel Companyn tapauksesta Yhdysvalloissa vuonna 2001. Sitä luonnehditaan ensimmäiseksi arvopaperistamiseen liittyväksi aitoa kauppaa käsitteleväksi konkurssitapaukseksi. Tapauksessa yhtiö alullepanijana itse haastoi luonnehdinnan aidolla kaupalla tapahtuvasta siirrosta erillisyyhtiölle.⁵⁴

2.3.5 Aitoon kauppaan liittyvä sääntely arvopaperistamiskontekstissa

Myöhemmin käsittelem tarkemmin arvopaperistamisasetusta, mutta käsittelem tässä arvopaperistamisasetuksen suhtautumista aitoon kauppaan, koska en palaa aitoon kauppaan liittyvään problematiikkaan enää jäljempänä. Arvopaperistamisasetus ei ota suoraan kantaa aidon kaupan arviointikriteereihin. Arvopaperistamisasetuksen artiklan 20 mukaan STS-arvopaperistamisen taustalla olevien vakuuksien on siirryttävä erillisyyhtiölle ”täytäntöönpanokelpoisesti” myyjään tai mihin tahansa kolmanteen osapuoleen nähden. Tämän lisäksi siirtyviin saamisiin ei saisi kohdistua ankaria peräyttämissäännöksiä (severe clawback).⁵⁵ Huomionarvoista on, että asetuksen kriteerit aidon kaupan tai todellisen myynnin osalta eivät koske kaikkia arvopaperistamisia. Kriteerit koskevat ainoastaan STS-arvopaperistamista. Asetuksella olisi ainakin sääntelyteknisesti paras mahdollisuus yhtenäistää eri valtioiden lainsäädäntöä, kun se koskee aidon kaupan tulkittamista eri oikeusjärjestyksissä.

arvopaperistamiselle myönnettiin leima (PCS Label), vaikkakin tämä leima myönnettiin maksua vastaan. Siantanderin emissiot Suomessa ovat olleet kohtalaisen suuria. Vuonna 2017 emissio oli melkein 700 mEur ja vuonna 2016 melkein 600 mEur. Ks. <https://pcsmarket.org/true-sales-transactions/#disc>. Viitattu 17.4.2020.

⁵⁴ Ks. Gorton 2013, s. 37. LTV Steel, Inc., No. 00-43866, 2001 Bankr. LEXIS 131 (Bankr. N.D. Ohio Feb. 5, 2001)). Tapaus päättyi sovintoon, joten asiassa ei saatu yleistä ennakkopäätöstä, joka olisi käsitellyt aidon kaupan kriteereitä arvopaperistamiskontekstissa.

⁵⁵ Ankarina peräyttämisiä ovat esimerkiksi säännellyt tilanteet siitä, että pesänselvittäjä voisi mitätöidä saatavakannan myynnin ainoastaan sillä perusteella, että myynti on tapahtunut tietyn ajanjakson aikana ennen myyjän (alullepanijan) maksukyvyttömyysmenettelyn vireille tuloa. Kuitenkin alullepanijan menettelyn ollessa vilpillistä tai vahingonhakuista, erillisyyhtiö ei voi vedota tuekseen ankaria peräyttämisiä koskeviin säännöksiin. Näin siis siitä huolimatta, että sijoittajat itse ovat vilpittömässä mielessä. Ks. arvopaperistamisasetus artikla 20(2–3).

Asetus näyttäisi hyväksyvän aitoon kauppaan liittyvät ongelmat.⁵⁶ Asetus lähtee siitä, että periaatteessa arvopaperistamiseen liittyvät oikeudelliset epävarmuudet hyväksytään siten, että saatavien siirron katsotaan edellyttävän lähtökohtaisesti aina ulkopuolisen asiantuntijalausunnon siitä, että kysymyksessä on aito kauppa tai vaikutuksiltaan vastaava siirto.⁵⁷ Toisaalta on hyvin mahdollista, että asetuksella ei ole haluttu ottaa aidon kaupan arviointiin enempää kantaa vaan käsitteellä on haluttu ainoastaan tehdä erotus synteettisiin arvopaperistamisiin.⁵⁸ Tämä onkin hyvin todennäköistä ottaen huomioon jo itse saatavien siirtoon liittyvän historian.⁵⁹ Kuitenkin, kun aiemmin esitettiin arvopaperistamisen juridisten ongelmien nivoutuvan pääasiassa aidon kaupan arviointiin, voisi arvopaperistamisasetuksen argumentoida jäävän melko passiiviseksi arvopaperistamisen juridisten ongelmien korjaamisessa.

3 SYNTEETTINEN ARVOPAPERISTAMINEN

3.1 *Synteettisen arvopaperistamisen potentiaali taloudessa*

Synteettisellä arvopaperistamisella on merkittävä potentiaali erityisesti pienten ja keskisuurten yritysten luotonantoon soveltuvana mekanismina. Synteettistä arvopaperistamista pidetään yleisesti ottaen joustavampana järjestelynä arvopaperistettävien luottojen osalta, mitä vastavasti aitoon kauppaan perustuvaa transaktiota.⁶⁰ Synteettinen arvopaperistaminen voidaan ja-

⁵⁶ Asetus esimerkiksi säättää aidosta kaupasta ja ”oikeusvaikutuksiltaan vastaavasta siirrosta”, joka implisiittisesti ilmaisee periaatteessa sen, että ei ole olemassa yhtä oikeaa tapaa siirtää saatavat erillisyyhtiölle. Ks. arvopaperistamisasetus johdantokappale 23 ja artikla 20(1).

⁵⁷ Ks. arvopaperistamisasetus johdantokappale 24 ja EBA 2019 Guidelines on STS criteria s. 50 “[...] in response to concerns about the requirement to provide the legal opinion to confirm the true sale in all cases, the guidance expects the legal opinions to be provided as a general rule and omission to be an exception”.

⁵⁸ ks. Ibid. kohta 16 s. 24, jossa todetaan ”muissa kuin ”todellisen myynnin” kriteerin täyttävissä arvopaperistamisissa kohteena olevia vastuuta ei siirretä tällaiselle liikkeeseenlaskuyhteisölle, vaan arvopaperistettuihin vastuisiin liittyvä luottoriski siirretään johdannaissopimuksella tai takaussopimuksella”.

⁵⁹ Ks. saatavien siirtoon suhtautumisesta, sääntelyhistoriasta ja deformalisaatioliikkeestä Euroopassa erityisesti Juutilainen 2017 ELR, s. 745–750.

⁶⁰ Ks. Kaya 2017, s. 1-2.

kaa 1) tase-synteettiseen arvopaperistamiseen ja 2) arbitraasi-synteettiseen arvopaperistamiseen.⁶¹ Edelleen tase-synteettinen arvopaperistaminen voidaan jakaa i) rahoitettuun, ii) rahoittamattomaan sekä iii) osittain rahoitettuun synteettiseen arvopaperistamiseen.⁶² Tässä yhteydessä on tarkoitus paneutua ainoastaan tase-synteettiseen arvopaperistamiseen syventymättä enempää sen eri muotojen välisiin eroavaisuuksiin tai rakenteisiin.

Synteettinen arvopaperistaminen on nähnyt vastakkaisia trendejä viime vuosina. Vaikeaselkoiset ja monimutkaiset arbitraasijärjestelyt ovat periaatteessa kokonaan hävinneet markkinoilta. Samanaikaisesti taseen sisäiset synteettiset järjestelyt ovat lisääntyneet. Taseen sisäisiä synteettisiä järjestelyjä laskettiin liikkeelle vuonna 2016 yhteensä 94 miljardin euron edestä. Transaktioista on tullut enenevässä määrin yksityisiä (*private placement*) ja ne ovat yksinkertaistuneet rakenteiltaan. Pitkäaikaiset institutionaaliset sijoittajat ovat yleensä synteettisten arvopaperistamistamisten suurimpia ostajia.⁶³

Termi ”synteettinen” voi herättää kielteisiä tuntemuksia arvopaperistamisen yhteydessä, sillä se viittaa yleensä johonkin keinotekoiseen. Kuitenkin ehkäpä päinvastoin, synteettinen arvopaperistaminen voisi toimia oikein toteutettuna turvallisempana ja parempana vaihtoehtona kuin aitoon kauppaan perustuva arvopaperistaminen. Myönnettäköön kuitenkin, että synteettisen arvopaperistamisen rakenne voi pitää sisällään yhden osapuolen (CDS-vastapuoli) enemmän verrattuna aitoon kauppaan perustuvaan arvopaperistamiseen, mikä osaltaan voi näennäisesti monimutkaistaa transaktio- ja riskirakennetta.⁶⁴ Yleisesti ottaen kuitenkin voidaan väittää synteettisen arvopaperistamisen rakenteen olevan yksinkertaisempi.

⁶¹ Arbitraasi-synteettisestä arvopaperistamisesta lyhyesti esim. EBA Discussion Paper 2019 s. 43. Arbitraasi-järjestelyissä alullepanija ei edes omista arvopaperistettavia luottoja vaan omistaa ainoastaan luottoriskin kolmannen osapuolen omistamista luotoista. Kuuluisa oppikirjaesimerkki synteettisestä arbitraasi-arvopaperistamisesta ovat esimerkiksi finanssikriisiä edeltävät Yhdysvalloissa toteutetut synteettiset uudelleenarvopaperistamiset subprime-RMBS:istä, joita kutsuttiin myös CSO:iksi (collateralized synthetic obligations) (Krauss – Cerveny 2015, s. 3).

⁶² Ks. synteettisen arvopaperistamisen eri muodoista tiivis esitys esimerkiksi Dincá 2015, s. 171–172. Rahoituksissa synteettisissä arvopaperistamisissa sijoittajille myytäviä arvopapereita kutsutaan yleisesti termillä credit linked note (CLN), joissa on yhdistetty sekä luottoriskijohdannainen että joukkovelkakirja. Vastaavasti taas rahoittamattomassa synteettisessä arvopaperistamisessa ei ole liikkeeseenlaskettavia joukkolainoja ja sijoittajille myydään ainoastaan luottoriskinvaihtosopimuksia (CDS).

⁶³ Kaya 2017, s. 1–2.

⁶⁴ Luottoja myönnettäessä tai ylipäättään sopimuksia solmittaessa aina on olemassa vastapuoliriski. Vastapuoliriski pitää sisällään luottoriskin ja esimerkiksi maineriskin. Maineriskin hallintaan arvopaperistamiskontekstissa varaudutaan arvioimalla alullepanijan nimeä ja laatua. Jos sopimus on kahden osapuolen välillä, vastapuoliriskin subjekteina ovat nämä kaksi sopimusosapuolta. Synteettisessä arvopaperistamisessa luottoriskin myyjä on periaatteessa ylimääräinen osapuoli rakenteessa. Kuitenkaan näin ei ole aina. Synteettisessä arvopaperistamisessa alullepanija voi ostaa myös suoraan sijoittajilta luottoriskinvaihtosopimuksia. Uskoakseni tämä on kuitenkin vähemmän käytetty tapa ja yleensä transaktiossa on väliporras, joka toimii erillisyyhtiön tapaisesti. Vrt. kuitenkin Choudhry

Kuuluisa oppikirjaesimerkki monimutkaisista ja keinotekoisista synteettisistä arvopaperistamisista ovat Yhdysvalloissa toteutetut synteettiset uudelleenarvopaperistamiset subprime-RMBS:sistä, joita kutsuttiin myös CSO:iksi (*collateralized synthetic obligations*).⁶⁵ Valitettavasti synteettinen arvopaperistaminen yhdistetään tämänkaltaisiin vaikeaselkoiisiin ja suuri-riskisiin instrumentteihin. Synteettisen arvopaperistamisen huonoon maineeseen toimii kuitenkin vasta-argumenttina se, että itseasiassa luotonanto ja arvopaperistaminen ovat toisistaan riippuvaisia.⁶⁶ Toisin sanoen arvopaperistettavien luottojen laatu on suoraan kytkettynä siirrettävään riskiin ja vaikuttaa näin vastapuolelle maksettavan premion määrään. Kun muistetaan, että perinteisessä arvopaperistamisessa alullepanijan intressit monitoroida luottoja tai laadukkaat luotonmyöntämiskriteerit saattavat merkittävästi heikentyä rakenteellisista insentiivien epäsuhdasta johtuen, synteettisessä arvopaperistamisessa ei synny tämänkaltaista rakenteellista originate-to-distribute -mallin ongelmaa.

3.2 Mekanismi yksinkertaisesti

Synteettisessä arvopaperistamisessa järjestelyn alullepanija siirtää luottoriskin arvopaperistettavista luotoista ostamalla markkinoilta luottojohdannaisia tai takauksia. On tärkeä tiedostaa, että itse arvopaperistettavat luotot säilyvät edelleen alullepanijan taseessa. Tästä syystä sitä kutsutaan juuri tase-synteettiseksi arvopaperistamiseksi (*balance sheet synthetic securitisation*). Yksinkertaisesti tämän tyyppinen arvopaperistaminen voi toimia osana pankin riskienhallintaa ja varautumista mahdollisille luottotappioille.⁶⁷

Synteettistä arvopaperistamista sivuava ilmiö on, että markkinoilla vaihtoehtona asuntovelalliselle on esimerkiksi asuntoluottojen yhteydessä ostaa takaus ulkopuoliselta taholta, mikä puolestaan täyttää vakuusvajetta luottotransaktiossa. Esimerkiksi luotolla ostettava asunto toimii

2010, s. 406, joka toteaa “the key difference between cash and synthetic securitisation is that in the former market, as we have already noted, the assets in question are actually sold to a separate legal company known as a special purpose vehicle (SPV). This does not occur in a synthetic transaction”.

⁶⁵ Huomautan, että jo pelkästään subprime luotto itsessään (plain vanilla) on riskinen tuote haltijalleen ilman, että se strukturoitaisiin pakettiin muiden samankaltaisten luottojen kanssa. Ks. subprime-luottojen arvopaperistamisesta enemmän esim. Kivi-Koskinen HLR 2010, s. 57–65.

⁶⁶ Ks. Krauss – Cerveny 2015 s. 2, jossa kirjoittajat toteavat “one could call this transaction type “real economy driven“, since lending and securitisation are interdependent”.

⁶⁷ Ks. esim. Choudhry 2010, s. 21.

säännönmukaisesti 70 prosenttisesti vakuusarvona käyvästä arvostaan eli haircut on 30 prosenttia.⁶⁸ Mikäli pankin edellyttämän omarahoitusosuuden lisäksi velallisella ei ole muita lisävakuuksia täyttämään jäljelle jäävää vakuusvajetta, jäljelle jäävä osuus on mahdollista täyttää ostamalla takaus tähän erikoistuneelta vakuutusyhtiöltä. Kuitenkin samanaikaisesti tilanteen voisi mieltää pankin riskien siirtämisenä osittaiseksi synteettiseksi arvopaperistamiseksi kuitenkin sillä erotuksella, että riskin suojauksesta maksaa velallinen eikä pankki. Takauksen myyvä toimija ei siis omista luottoa eikä ole siinä osapuolena millään tavalla. Mikäli vakuutusyhtiö alkaisi arvopaperistaa takausvastuitaan eteenpäin, kysymys olisi jonkinlaisesta arbitraasi-arvopaperistamisesta.

Mikäli arvopaperistettavaan luottosalkkuun tulee luottotappioita, luottosuojan myyjä maksaa alullepanijalle tästä tappiosta.⁶⁹ Vastaavasti alullepanija maksaa ostajalle luottoriskin kantamisesta ajoittain maksettavaa preemiota. Huomionarvoista on, että alullepanija ei saa synteettisellä arvopaperistamisella muutettua järjestelyn taustalla olevaa omaisuuserää likvidiksi. Synteettistä arvopaperistamista ohjaa täten eri motiivi. Synteettinen arvopaperistaminen voi olla ainut varteenotettava ja käytettävissä oleva keino arvopaperistaa järkevästi esimerkiksi yritysluottoja. Yritysluottojen arvopaperistamista koskevaan problematiikkaan palaan jäljempänä.

3.3 Parempi vaihtoehto tukea reaalityaloutta

Synteettisen arvopaperistamisen keskeinen hyöty on toimia tehokkaana riskienhallintakeinona, joka puolestaan vapauttaa sääntelypääomaa alentuneen luottoriskin johdosta. Synteettiseen arvopaperistamiseen ei ryhdytä likviditeettitarpeen vuoksi, koska se ei luo likviditeettiä. Arvopaperistettavat vastuut pysyvät edelleen alullepanijan taseessa ja lyhentyvät alkuperäisten luottoehtojen mukaisesti. Voisikin perustellusti kysyä, eikö aitoon kauppaan perustuva arvopaperistaminen olisi parempi vaihtoehto? Perinteinen aitoon kauppaan perustuva arvopaperistaminen ajaa saman asian riskienhallinnan osalta, mutta luo lisäksi likviditeettiä.

⁶⁸ Tämä (30 %) leikkaus ei perustu sääntelyyn vaan markkinakäytäntöön. Kuitenkin haircut sattuu olemaan täsmälleen sama, minkä edestä kotimainen kiinnitysluottopankkilaki sallii sisällyttää asuntoluottoja katettujen joukkolainojen vakuuspooliin (ks. laki kiinnitysluottopankkitoiminnasta 16.1.1 §). Tämä kuvastaa katsoakseni hyvin sitä, kuinka omaksutuilla sääntelylinjauksilla tosiasiaa voidaan ohjata markkinakäytäntöjä välillisesti.

⁶⁹ Luottoriski voidaan siirtää esimerkiksi luottoriskinvaihtosopimuksella (credit default swap, CDS). Yleisimmin käytetyt luottoriskijohdannaiset synteettisessä arvopaperistamisessa ovat CDS:t, total return swapit ja credit-linked note (CLN) ks. esim. Fabozzi – Choudhry 2003, s. 57–58. Aina synteettinen rakenne ei kuitenkaan edellytä johdannaisinstrumenttien käyttöä. Kyseessä voi olla myös takaus ja ns. letter of credit -sopimus. Ks. esim. Taipalus – Korhonen – Pylkkönen 2003, s. 21-22. Ks. myös käytännön esimerkki J.P. Morganin BISTRO -rakenteesta synteettisen luottoportfolion arvopaperistamisessa. Ibid.

Synteettinen arvopaperistaminen on ”likviditeettimyydestään” huolimatta ainakin kahdessa mielessä parempi vaihtoehto verrattuna aitoon kauppaan perustuvaan arvopaperistamiseen. Ensiksi 1) synteettinen arvopaperistaminen ohittaa monia arvopaperistamisten hallinnollisia ja oikeudellisia vaiheita, jotka voivat aiheuttaa lisäkustannuksia varsinkin rajat ylittävissä tilanteissa.⁷⁰ Toisin sanoen synteettinen arvopaperistaminen on sekä rakenteeltaan että juridisesti yksinkertaisempi toteuttaa. Ohitettaviin vaiheisiin kuuluvat esimerkiksi saatavien kauppa, erillisyhtiön konkurssilta turvaamistoimenpiteet, lisävakuusjärjestelyt, vakuuksien siirtäminen erillisyhtiölle ja erillisyhtiöltä edelleen sijoittajille sekä sopimukset pankin ja erillisyhtiön kanssa, kuten luottojen hallinnointia (*servicing*) koskeva hallinnointisopimus.

Toiseksi 2) synteettinen arvopaperistaminen antaa enemmän joustavuutta arvopaperistettavien luottojen (underlying assets) osalta ja on yleensä kustannustehokkaampi vaihtoehto, mitä tulee transaktion oikeudellisiin ja operationaalisiin kustannuksiin. Synteettisesti voidaan arvopaperistaa myös sellaisia luottoehtoja sisältäviä luottoja, jotka estävät saatavan oikeudellisen siirtämisen kaupalla.⁷¹ Tämänkaltaiset rajoitteet eivät ulotu pelkästään luottoriskin myymiseen.

Molemmat edellä esitetyt seikat (1 ja 2) antavat alullepanijalle mahdollisuuden arvopaperistaa synteettisesti luottoja tehokkaammin ja tätä kautta vapauttaa pääomaa uuteen luotonantoon.⁷² Näiden lisäksi synteettisellä arvopaperistamisella on mahdollista arvopaperistaa sellaisia luottoja, joita perinteisellä arvopaperistamisella ei olisi mahdollista arvopaperistaa. Esimerkiksi

⁷⁰ Krauss & Cervený ovat jaotelleet jopa yksinkertaisimman aitoon kauppaan perustuvat hallinnolliset ja oikeudelliset vaiheet yhteensä 11 eri kohtaan: “(1) the establishment of a special purpose vehicle (SPV) together with the related corporate administration agreements, (2) the sale and the insolvency proof transfer of the receivables and any collateral to the SPV, (3) the financing of the purchase of the receivables through the issue of several classes of securities (ABS) by the SPV, under which payments are to be made from the income of the SPV pursuant to a priority of payments (4) an interest rate swap entered into by the SPV to hedge its interest rate risk resulting from fixed rate interest income from the portfolio and floating rate interest liabilities under the ABS, (5) the appointment by the SPV of a servicer who administers, collects and enforces the receivables and forwards the collected monies to the SPV, (6) the opening and maintenance of bank accounts by the SPV, (7) the appointment by the SPV of a cash administrator who applies the income of the SPV towards its payment obligations, (8) the appointment of a paying agent by the SPV in respect of the ABS, (9) the appointment by the SPV of a security trustee to whom the portfolio and all other assets of the SPV are charged or transferred for collateral purposes to secure the obligations of the SPV under the ABS and all other transaction documents, as well as (in many cases) (10) the provision of a liquidity facility to the SPV and (11) the appointment of a data protection trustee who is entrusted with encrypted personal data regarding the securitised receivables”. (ks. Krauss – Cervený 2015, s. 5)

⁷¹ Nk. change of control tai change of title -lausekkeet.

⁷² Alentuneen riskin johdosta alullepanijan pääomavaatimukset alenevat ja pääomaa vapautuu (regulatory capital). Nykyiset pääomavaatimusten laskemiseen tarkoitettut mallit on kalibroitu riski-sensitiivisiksi. Kun myönnettyjen luottojen riskit laskevat, pääomaa pitäisi vapautua. Niille, jotka eivät pysty uudempia malleja käyttämään ja ovat täten standardimenetelmien parissa, synteettinen arvopaperistaminen ei välttämättä ole hyvä vaihtoehto.

joillakin yritysluotoilla on korostetut omistusvaatimukset eli pankit eivät voi myydä niitä eteenpäin sellaisenaan. Taustalla on ajatus, että yleensä yritystä pitäisi kiinnostaa, kuka sen velkojana on tai sen tulisi ainakin varautua siihen, että velkoja voi vaihtua.⁷³

Synteettisen arvopaperistamisen eduksi voisi edelleen argumentoida, että siinä ei käytetä ulkoisia luottoluokituksia. Tätä vastoin, perinteisessä arvopaperistamisessa on ollut käytännössä pakko hakea ulkoinen luottoluokitus, jotta institutionaaliset sijoittajat voisivat sääntöjensä nojalla ostaa näitä arvopapereita.⁷⁴ Ulkoisten luottoluokitusten puuttuessa, sijoittajien voisi katsoa noudattavan tavanomaista suurempaa huolellisuutta ostaessaan synteettisellä arvopaperistamisella tuotettuja arvopapereita tai arvioidessa preemion määrää vastaanotettuihin luottoriskeihin nähden. Synteettisessä arvopaperistamisessa ei ole vääristynyttä insentiivirakennetta, jota pitäisi sääntelyllä korjata.

3.4 Synteettinen arvopaperistaminen ja yritysluotot

Voisi väittää, että yritykset eivät halua velkojansa vaihtuvan siten, että yritys ei olisi asiamukaisesti varautunut siihen. Rationaalisesti riskeiltä suojautuva yritys ottaa luottosopimukseen sellaisia ehtoja, että rahoittaja ei saa myydä tai siirtää luottoa eteenpäin ilman velallisen suostumusta. Muussa tapauksessa olisi mahdollisuus velkojan vaihtua ns. ”vihamieliseksi” velkojaksi, joka voisi pyrkiä saattamaan velallista maksukyvyttömäksi kohtuuttomilla lainaehtoilla.⁷⁵ Kuitenkin on syytä muistaa, että tilanne koskee ainoastaan luottojen uudelleenneuvottelutilanteita. Esimerkiksi kovenanttiehtojen tai eräännyttämisperusteiden ”lauetessa” velkoja ei voi siirtää voimassaolevia velkoja uudelle velkojalle entistä paremmin ehdoin tai velallisesta katsottuna aiempaa huonommin ehdoin.

Yrityksen ja sen rahoittajapankin välinen suhde on luottamuksellinen. Tästä johtuen arvopaperistamalla yritysluottoja synteettisesti pankit eivät anna sellaista julkista epäluottamuslausetta

⁷³ Esimerkiksi Juutilainen ELR 2017, s. 751–752, joka toteaa velkasuhteiden henkilöstä irtautumisen (impersonalisation) yhteydessä “in practice, the debtor often anticipates that the initial creditor does not intend to remain the creditor until the debt is paid”.

⁷⁴ Ks. esim. Weber – von Websky (2017). Viitattu 24.4.2020.

⁷⁵ Esimerkkinä tällaisesta mainittakoon suomalaislähtöinen Elcoteq, joka ajautui ainakin oman väitteensä mukaan ’vihamielisen’ rahoittajaryhmän käsiin. Elcoteqin rahoittajapankkien toimia koordinoi kolmen pankin muodostama ohjausryhmä. Siihen kuuluivat Royal Bank of Scotland RBS, Danske Bank ja Skandinaviska Enskilda Banken SEB. Ks. asiasta Yle:n uutinen 2019 <https://yle.fi/aihe/artikkeli/2019/04/08/entiset-elcoteqlaiset-lahtivat-taisuun-pankkeja-vastaan-pankit-ajoiivat>. Viitattu 4.5.2020.

arvopaperistettävien luottojen velallisina oleville yrityksille, etteivät ne luottaisi yritysten takaisinmaksukykyyn. Yritysluotot ovat usein myös liian räätälöityjä, jotta ne voitaisiin paketoita homogeeniseksi eräksi ja myydä paketoituna erillisyyhtiölle.⁷⁶ Niiden luottoehdot voivat vaihdella huomattavastikin sisältäen erilaisia kovenantteja ja muita rahoitusehtoja. Tästä syystä yritysluotoista voi olla vaikea koota yhtä homogeenista erää tai jotta se olisi mahdollista, yritysluottosalkun tulisi olla melko suuri (määrän mukana yhtäläisyyksiä räätälöidyistä lainoista alkaa kehittyä). Synteettinen arvopaperistaminen on tästä syystä joustavampi vaihtoehto – myös yritysluottojen osalta – verrattuna aitoon kauppaan perustuviin järjestelyihin. Miellettäessä pk-yritykset reaalityalouden ”vetureina”, synteettinen arvopaperistaminen olisi parempi vaihtoehto Euroopassa tukea reaalityaloutta.

4 ARVOPAPERISTAMISASETUS

4.1 Pääomamarkkinaunioni ja arvopaperistaminen

Jotta olisi ylipäättään mielekäästä arvioida arvopaperistamisasetuksen tavoitteita, on syytä peilata arvopaperistamista osana laajempaa EU:n komission hanketta pääomamarkkinaunionista. Komissio julkisti 30. syyskuuta 2015 pääomamarkkinaunionin luomista koskevan toimintasuunnitelman. Toimintasuunnitelman avulla komissio pyrkii esimerkiksi vapauttamaan pääomaa Euroopassa ja luomaan yhtenäiset pääomamarkkinat. Toimintasuunnitelman kanssa komissio esitteli arvopaperistamista koskevat ehdotuksensa, jotka voisi mieltää koko pääomamarkkinan yhdeksi kulmakiveksi.⁷⁷ Ensimmäinen ehdotuksista koskee arvopaperistamisia (seuraavaksi käsiteltävä arvopaperistamisasetus) ja toinen koskee vakavaraisuusvaatimuksia. Nämä kaksi ehdotusta tulisikin nähdä toisiaan palvelevina.

Yhdeksi välineeksi lähteä tukemaan Euroopan laajempaa taloutta on omaksuttu pankkien luotonantokapasiteetin kasvattaminen. Tähän muottiin arvopaperistamisen pitäisi sopia hyvin, varsinkin kun Euroopan nykyisessä rahoitusjärjestelmässä pankkiluotot vastaavat 75–80 prosenttia

⁷⁶ Ks. esim. Kaya 2017, s. 2–3. Homogeenisyysvaatimuksesta arvopaperistamiskontekstissa jäljempänä tarkemmin.

⁷⁷ Ks. <https://www.consilium.europa.eu/fi/policies/capital-markets-union/securitisation/>. Viitattu 5.5.2020.

talouden kokonaisrahoituksesta.⁷⁸ Arvopaperistaminen nimittäin muuntaa illikvidit omaisuus-erät likvidiksi, jolloin voisi argumentoida rahan kiertävän nopeammin.⁷⁹ Tämän lisäksi arvopaperistaminen taseen ulkoisesti vapauttaa sääntelypääomaa, jonka pitäisi vapauttaa kapasiteettia luotonantoon.

Reaalitalouden ja talouskasvun vahvaksi vetäjäksi mielletään yleisesti pk-yritykset. Rahoituksen edullisemman hinnan pitäisi kanavoida pk-yritykselle enemmän pääomaa ja näin, ainakin teoriassa esimerkiksi kasvattaa investointeja, luoda lisää työpaikkoja tai uusia innovaatioita. Luottojen arvopaperistaminen on tärkeä rahoituksen lähde pienille ja keskisuurille yrityksille. Kuitenkin aiemmin on käsitelty synteettisen arvopaperistamisen hyötyjä erityisesti yritysluottojen osalta, mistä syystä on kummallista, että juuri synteettinen arvopaperistaminen on jäänyt EUn uudistuksessa taka-alalle

4.2 Arvopaperistamisasetuksen tavoite ja keskeinen sisältö

Vuoden 2019 alusta voimaan astuneen arvopaperistamisasetuksen yhtenä päätavoitteena on elvyttää Euroopan arvopaperistamismarkkinat, jotka ovat olleet melko hiljaiset vuosien 2007–2009 finanssikriisin jälkeen.⁸⁰ Kirjallisuudessa esimerkiksi Juutilainen on tiivistänyt asetuksen tavoitteen kaksiosaseksi: Se tähtää ensiksikin arvopaperistamismarkkinan elvyttämiseen ja toiseksi arvopaperistamiseen aiempaa kestävämmällä tavalla.⁸¹ Elvyttämisen ollessa yhtenä päätavoitteena, ainakin tilastojen valossa näyttää kummalliselta, että Yhdysvaltojen arvopaperistamismarkkina on elpynyt finanssikriisin jälkeen Eurooppaa nopeammin.⁸² Toisaalta täytyy muistaa, että Yhdysvaltojen markkinarakente on hyvin erilainen. Siinä esimerkiksi julkisoikeudelliset toimijat myöntävät julkisia takuita arvopaperistamisille suuressa määrin.⁸³ Tästä

⁷⁸ ECON 2015/0226 (COD) kohta 3.1.

⁷⁹ Toisaalta tulee muistaa, että tarjonnan lisääntyminen ei vaikuta suoraan kysyntään. Asuntoluottojen osalta esimerkiksi AFME 2018, s. 5.

⁸⁰ Ks. COM(2015) 472 final s. 3.

⁸¹ Ks. Juutilainen 2020, s. 182, joka toteaa “[t]he Securitisation Regulation itself pursues a dual aim regarding EU securitisation markets, namely to ‘restart markets’ (aim 1) ‘on a more sustainable basis’ (aim 2)”.

⁸² Jos vertaillaan esimerkiksi Euroopan ja Yhdysvaltojen arvopaperistamistuotteiden tappio-osuuksia finanssikriisissä Yhdysvalloissa AAA-luokitettujen RMBS:ien tappio-osuudet nousivat 16 prosenttiin (subprime) ja 3 prosenttiin (prime) kun vastaavasti Euroopassa kyseinen luku ei koskaan ylittänyt 0,1 prosenttia. Korostaakseni äsken mainittua ero Yhdysvaltojen tappio-osuuksin oli yli 30-kertainen. Ks. Blommestein – Keskinler – Lucas 2011, s. 2–3.

⁸³ Arvopaperistamista harjoittavia tai siihen osallisia julkisoikeudellisia entiteettejä Yhdysvalloissa ovat esimerkiksi Federal National Mortgage Association (“Fannie Mae”) the Government National Mortgage Association (“Ginnie Mae”) ja Federal Home Loan Mortgage Corporation (“Freddie Mac”) Näiden toimijoiden liikeeseenlaskemat tai takaamat arvopaperit tunnetaan yleisesti “agency” arvopapereina. Ks. esim. Lerario 2016, s. 10–11 sekä

syystä Euroopan arvopaperistamismarkkinan vertaaminen Yhdysvaltojen arvopaperistamismarkkinan elpymiseen ei välttämättä ole mielekäästä, mutta luo osaltaan kontrastia.

Toimivien arvopaperistamismarkkinoiden rakentaminen on hyväksyttävä ja kunnioitettava tavoite, joka oikein toteutettuna palvelisi laajempia makrotaloudellisia tavoitteita Euroopassa. Asetuksen tarkoitus ja lopputulos eivät kuitenkaan välttämättä palvele toisiaan parhaalla mahdollisella tavalla. Kirjallisuudessa esimerkiksi Kastelein on arvioinut arvopaperistamisasetuksen sisältöä kriittisesti kirjoituksessaan, jonka otsikointi kiteyttää ongelman sisällön hyvin.⁸⁴ Asetuksen tavoitteiden saavuttamiseksi valittujen sääntelytekniikoiden onnistuneisuutta ja tarkoitusta arvioin sekä STS-kriteereiden että kaikkia arvopaperistamisia koskevien sääntöjen yhteydessä. Tässä yhteydessä on syytä huomioida arvopaperistamiskehikkoon ja sen tavoitteisiin vaikuttavan myös suuresti vakavaraisuussääntely eli tiivistettynä sovellettavat riskipainot ja likviditeettivaatimukset. Näitä käyn lyhyesti läpi arvopaperistamisasetuksesta erillisessä jaksossa, joskin ainoastaan pankin osalta.

Yhdeksi syyksi arvopaperistamismarkkinoiden hitaalle elpymiselle katsottu olevan eri valtioiden epäyhtenäinen sääntely sekä arvopaperistamisen epäedullinen kohtelu verrattuna muihin sijoitusinstrumentteihin, kuten katettuihin joukkolainoihin. Tästä syystä Euroopassa nähtiin tarpeelliseksi lähteä teettämään standardoitua mallia, joka lisäisi erityisesti markkinatoimijoiden luottamusta arvopaperistamista kohtaan. Ajatus ei kuitenkaan ollut täysin eurooppalainen, sillä samoihin aikoihin oli kehitteillä arvopaperistamisia koskeva kansainvälinen hanke.⁸⁵ Euroop-

ECB ja BoE 2014 s. 10. Agency-arvopaperit muodostavat Yhdysvaltojen arvopaperistamismarkkinasta pääosan ja muihin arvopaperistamisiin viitataan yleensä termeillä ”non-agency” tai ”private-label”.

⁸⁴ Kastelein, Gerard (2018), ‘Securitization in The Capital Markets Union: One Step Forward, Two Steps Back’ Kastelein ei kirjoituksessaan suoraan perustele kantaansa, miksi arvopaperistamisasetuksella oltaisiin menty taaksepäin. Kuitenkin samassa julkaisussa on muita kirjoituksia, jotka käsittelevät arvopaperistamista ja arvopaperistamisasetusta kriittisesti ja uskoakseni Kasteleinin voidaan katsoa viittaavan otsikoinnillaan myös muiden saman julkaisun kirjoittajien pohdintoihin. Toisaalta Kasteleinin voisi katsoa tarkoittavan myös arvopaperistamisen vakavaraisuuskohtelun heikkenemistä (tiukentumista) verrattuna aiempaan tasoon. Vakavaraisuussääntelyn tiukentumisesta esimerkiksi kaavioineen ks. Flunker – Schlösser – Weber 2018, s. 26–30. Toisaalta, missään vaiheessa ei käsitykseni mukaan lupailtu, että vakavaraisuusvaatimukset tulisivat arvopaperistamisen osalta alenemaan.

⁸⁵ BCBS:n ja IOSCON yhteinen hanke oli kehittää kansainväliset kriteerit yksinkertaiselle, läpinäkyvälle ja vertailukelpoiselle arvopaperistamiselle (STC-kriteerit). Saman aikaisesti Euroopassa on kehitetty vastaavanlaisia STS-kriteereitä. Näiden kahden erillisten kriteerien syntyperän on katsottu muovautuneen epävirallisen yhteistyön tuloksena episteemisissä yhteisöissä saaden vuorovaikutteita kumpaankin suuntaan, siitä huolimatta, että ne eroavatkin jossain määrin toisistaan. Kriteerien säädöshistorian arvioinnista kattavasti esimerkiksi Juutilainen 2020, s. 184–190.

palaista sääntelykehikkoa on edeltänyt Baselin pankkivalvontakomitean ja IOSCO:n uudistus-hanke, joka käsitteli arvopaperistamisten vakavaraisuuskohtelun viitekehystä sekä STC-kriteereitä.⁸⁶ Euroopassa yhtenä vastauksena arvopaperistamisen kohtaamiin ongelmiin on tarjottu juuri arvopaperistamisasetusta.

Arvopaperistamisasetuksen keskeinen sisältö arvopaperistamisille voidaan jakaa kahteen luokkaan 1) kaikkia arvopaperistamisia koskeviin sääntöihin sekä 2) STS-arvopaperistamista koskeviin sääntöihin (niin kutsutut STS-kriteerit). Asetuksen säännöt sisältävät muun muassa asianmukaista huolellisuutta (due diligence), läpinäkyvyyttä sekä riskin säilyttämistä koskevia vaatimuksia. Seuraavaksi käyn STS-kriteereitä läpi tarkemmin, mutta huomautan, että esitys ei ole tyhjentävä kriteereiden osalta. Tarkoituksena on lähinnä nostaa esiin relevanteimmat kriteerit sekä arvioida ja systematisoida niiden sisältöä epäselvimmiltä osilta.

4.3 Arvopaperistamisasetuksen STS-kriteerit

Arvopaperistamisasetus sisältää kahdet eri STS-kriteerit, joista toiset ovat tavalliselle arvopaperistamiselle ja toiset lyhytaikaiselle arvopaperistamiselle (ABCP-järjestelyille).⁸⁷ Asetus ottaa siis huomioon näiden kahden arvopaperistamistransaktion rakenteelliset ja tavoitteelliset eroavaisuudet. STS-kriteereihin syvennyttään ainoastaan perinteisen arvopaperistamisen osalta. Todetaan kuitenkin, että STS-kriteereiden luominen ABCP-arvopaperistamiselle on tärkeää ja juuri tämän arvopaperistamismuodon voitaisiin katsoa tukevan eniten esimerkiksi pieniä ja keskisuuria yrityksiä.⁸⁸

On syytä huomauttaa, että vaikka arvopaperistamista ei luokiteltaisi STS-arvopaperistamiseksi, ei tämä välttämättä tarkoita, että kyseinen transaktio olisi haitallinen ja sitä tulisi vältellä. Tietyt transaktiot eivät ominaisluonteensa vuoksi sovellu STS-arvopaperistamiseksi. Sijoittajille tapahtuva tuotonmaksu ei saa olla esimerkiksi strukturoitu siten, että se riippuu pääasiallisesti arvopaperistettujen vastuiden vakuutena olevien varojen myynnistä. Tämä koskee esimerkiksi

⁸⁶ Ks. BCBS (2016), 'Basel III Document: Revisions to the securitisation framework'.

⁸⁷ Pitkäaikaiseen arvopaperistamiseen viitataan asetuksessa termillä "non-ABCP securitisation". Kriteerit perinteiselle arvopaperistamiselle ovat asetuksen 20, 21 ja 22 artiklassa ja ABCP-arvopaperistamiselle asetuksen 24 artiklassa.

⁸⁸ Komission mukaan ABCP:eita on keskimäärin liikkeeseenlaskettu 240 miljardin euron edestä viimeisen 5 vuoden aikana. Ks. COM (2015) final 472 s. 12–13.

CMBS-järjestelyitä, jotka ovat riippuvaisia CMBS:ien vakuutena olevien omaisuuserien myynteistä tai muita transaktioita, jotka toisaalta edellyttävät myös aktiivista salkunhallintaa.⁸⁹

STS-arvopaperistamisen voisi mieltää jossain määrin laadukkaaksi arvopaperistamiseksi, ja siihen ”STS-leiman” idea osittain perustuukin. Toisaalta on kuitenkin syytä pitää mielessä, että STS-arvopaperistamisen ei ole tarkoitus olla riskitöntä eikä se siten ole tae esimerkiksi riskittömästä sijoituksesta. STS-arvopaperistamisen riskejä pitäisi olla kuitenkin helpompi arvioida, kuin vastaavasti ei-STS-arvopaperistamisen.⁹⁰

STS-kriteereillä on siinä määrin palkitseva vaikutus, että arvopaperistamiset, jotka täyttävät kaikki STS-kriteerit, saavat lähtökohtaisesti edullisemman pääomakohtelun kuin arvopaperistamiset, jotka eivät täytä kriteereitä. Toisaalta kokonaisarvokas hyöty on kyseenalaistettavissa ottaen huomioon kriteereiden monimutkaisuuden ja sen myötä mahdollisesti tarvittavat lisääntyneet ulkopuoliset asiantuntijakonsultoinnit. STS-kriteerien täytyminen itsessään ei saa aikaan edullisempaa kohtelua, vaan lisäksi arvopaperistamisen tulee täyttää myös muissa säädöspohjissa olevat arvopaperistamista koskevat edellytykset.

4.3.1 Maantieteellinen raja

Arvopaperistamisasetuksen artikla 18 edellyttää alullepanijan, järjestäjän tai erillisyyhtiön sijoittautumista EU:n alueelle, jotta arvopaperistaminen voitaisiin ylipäätään katsoa STS-arvopaperistamiseksi. Tämä ei kuitenkaan tarkoita, etteikö esimerkiksi yhdysvaltalainen alullepanija voisi STS-arvopaperistaa Yhdysvalloissa myönnettyjä luottojaan Euroopassa. Asetukseen ei siis sisälly vaatimusta arvopaperistettujen vastuiden sijainnista.

Arvopaperistamistuotteiden ostamisen näkökulmasta maantieteellinen raja ei myöskään luo merkittäviä rajoitteita. EU:n institutionaaliset sijoittajat voivat sijoittaa muihin kuin EU-arvopaperistamisiin, mutta toisaalta niiden on harjoitettava samaa asianmukaista huolellisuutta

⁸⁹ Ks. Kastelein 2018, s. 471–472. CMBS-järjestelyt ovat esimerkiksi arvopaperistamista, jossa arvopaperistetaan liiketilojen vuokrasaamisia tai liiketilojen grynderi- ja jalostustoiminnan johdosta syntyvää (realisoimatonta) arvonnousua, kun liiketila myydään edelleen. Aktiivista salkunhallintaa edellyttäviä transaktioita ei asetuksen artiklan 20(7) mukaan voida katsoa STS-arvopaperistamiseksi.

⁹⁰ Ks. COM(2015) 472 final s. 17.

kuin EU-arvopaperistamisten yhteydessä.⁹¹ Kuitenkin esimerkiksi eurooppalainen sijoittaja ei voi saada hyväkseen STS-arvopaperistamisen etuja ostaessaan esimerkiksi Yhdysvaltoihin sijoittuneelta erillisyhtiöltä arvopapereita.⁹²

Kun huomioidaan se, että arvopaperistamistuotteita on perinteisesti ostettu merkittävässä määrin Yhdysvaltojen ja Euroopan välillä puolin ja toisin, kriteeri on hyvin onnistunut säilyttäen kolmansiin maihin liittyvän ulottuvuuden.⁹³ Kuitenkin insentiivi olla hakeutumatta STS-arvopaperistamisen piiriin tulee vastaan erityisesti eurooppalaisen alullepanijan harkitessa luottojen arvopaperistamista tietäessään jo ennalta yhdysvaltalaisen sijoittajan ostavan liikkeeseen laskettavat joukkolainat.⁹⁴ Tällöin alullepanijan intressissä ei ensimmäisenä välttämättä ole STS-kriteerit täyttävä arvopaperistaminen. Päinvastaisessa tilanteessa yhdysvaltalaisen alullepanijan tulisi asettautua EU:n alueelle ennen kuin STS-arvopaperistaminen olisi mahdollista, mutta tälle ei pitäisi olla suuria esteitä.

4.3.2 Yksinkertaisuus

Todettakoon, että STS-kriteerien kovin tarkka jaottelu ei ole mielekästä, koska esimerkiksi yksinkertaisuutta ja läpinäkyvyyttä koskevat vaatimukset ovat osittain päällekkäisiä ja toisiaan tukevia.

STS-kriteereiden yksinkertaisuusvaatimus voidaan jakaa useaan eri alakategoriaan.⁹⁵ Tässä esityksessä on omaksuttu seuraavanlainen jaottelu: Yksinkertaisuus yläkäsitteenä sisältää ainakin 1) aidon kaupan 2) homogeenisuuden ja 3) luottokelpoisuuden vaatimukset sekä lisäksi 4) uudelleenarvopaperistamisen kiellon. Seuraavaksi käyn näitä läpi tarkemmin.

⁹¹ Asianmukaiseen huolellisuuteen kuuluu mm. tarkastus riskin säilyttämisestä ja siitä, asettaako alullepanija, järjestäjä tai erillisyhtiö saataville kaikki olennaiset tiedot koskien arvopaperistamista. COM(2015) 472 final s. 19.

⁹² STS-arvopapereiden etu muihin arvopaperistamisella tuotettuihin arvopapereihin on niiden kohtelu vakavaraisuussäntelyssä ja eritoten likviditeetin hallinnoinnissa. Tähän palataan lyhyesti myöhemmin STS-arvopaperistamisen vakavaraisuuskohtelua koskevassa jaksossa.

⁹³ Ks. Schwarcz 2018, s. 484, jossa hän toteaa “[e]uropean investors commonly invest in ABS issued in US securitization transactions, and vice versa”.

⁹⁴ Käsitykseni mukaan arvopaperistamisessa syntyville riskiluokille pyritään jo hyvissä ajoissa löytämään ostajat jo ennen koko prosessin varsinaista aloittamista.

⁹⁵ Ks. esim. Deloitte White Paper 2018, s. 3, jossa yksinkertaisuuskriteeri jaetaan 9 eri alakriteeriin.

Aito kauppa

STS-kriteerien yksinkertaisuusvaatimus edellyttää, että ainoastaan aitoon kauppaan perustuvat arvopaperistamiset luokituvat STS-arvopaperistamiseksi.⁹⁶ Tämä rajaa jyrkästi siis synteettiset arvopaperistamiset pois STS-arvopaperistamisen piiristä. Edellä on esitetty synteettisten arvopaperistamisen olevan tosiasiaassa yksinkertaisempi järjestely kuin aitoon kauppaan perustuva arvopaperistaminen.⁹⁷ Täten voisi perustellusti kysyä, eikö nimenomaan synteettinen arvopaperistaminen tukisi STS-arvopaperistamisen yksinkertaisuutta tavoittelevaa lopputulosta paremmin? Huomautetaan kuitenkin tässä vaiheessa, että synteettinen arvopaperistaminen on parasta aikaa tulossa STS-arvopaperistamisen piiriin.⁹⁸

Euroopan pankkiviranomainen (EBA) suositteli jo vuonna 2015 STS-arvopaperistamisen etujen ulottamista myös synteettiselle arvopaperistamiselle. Tämä ei kuitenkaan jostain syystä tullut nykyisen arvopaperistamisasetuksen lopulliseen sisältöön ja tällä hetkellä synteettiset arvopaperistamiset eivät saa STS-arvopaperistamisen hyötyä esimerkiksi sen ”leima-arvon” kautta. Kuitenkin synteettisen arvopaperistamisen riskiluokat, joilla on esimerkiksi takaus valtiolta tai EU:n jäsenvaltion keskuspankilta, ovat myös tällä hetkellä saaneet saman alennetun pääoma-vaatimuksen, joka on soveltunut STS-arvopaperistamisille.⁹⁹

Onko aidon kaupan arviointi siinä määrin vakiintunutta, että sen sisältöä ei nähty tarpeellisena avata enempää arvopaperistamisasetuksessa? Kun muistetaan, että arvopaperistamisasetus pitää sisällään ainoastaan maininnan siirrettävän saatavakannan siirtymisestä ”aidolla kaupalla” sekä maininnan siitä, että aidolla kaupalla siirtyvään saatavakantaan ei tulisi kohdistua ankaria peräyttämissäännöksiä, on esitetty kysymys välikysymysluontoisena nähdäkseni aiheellinen. EBA:n tulkintalinjat toki jossain määrin konkretisoivat sitä kehikkoa, mitä todellinen kauppa edellyttää, mutta jättää täysin auki esimerkiksi edellä käsitellyn kysymyksen siitä, kuinka aitoa kauppaa ja tosiasiallista riskin sijaintia tulisi arvioida (ns. clean break).¹⁰⁰

⁹⁶ Edellä on käsitelty problematiikkaa koskien aidon kaupan haastavaa arviointia arvopaperistamisessa käytettävistä lisävakausjärjestelyistä johtuen. Asetus toteaa aidon kaupan osalta ainoastaan, että omaisuuserien tulisi siirtyä aidolla kaupalla, eikä siirrettävään saatavakantaan saisi kohdistua ankaria peräyttämissäännöksiä. Myöskään EBA:n tarkentavat linjaukset eivät tuo arviointiin tarkennusta. Ks. jakso edellä.

⁹⁷ Ks. aitoon kauppaan perustuvat oikeudelliset ja hallinnolliset vaiheet alaviite 70 edellä.

⁹⁸ Ks. EBA Discussion Paper 24.10.2019 ja EBA Report 6.5.2020.

⁹⁹ Ks. arvopaperistamisasetuksen johdantokappale 24 ja artikkelit 245 ja 275 CRR:ta muuttavasta asetuksesta.

¹⁰⁰ Ks. EBA Guidelines on STS criteria 2018 s. 7–8.

Homogeenisuus

Yksinkertaisuusvaatimus edellyttää arvopaperistettavien luottojen homogeenisuutta. Saatavakannan homogeenisuuden voisi katsoa tarkoittavan omaisuuserien samanlaisuutta suhteessa toisiinsa. Homogeenisen saatavakannan arviointi voi perustua esimerkiksi luoton omaisuuseräluokitteluun, kuten jaotteluun luottokorttisaataviin, opintolainoihin tai asuntolainoihin. Toisaalta yhtä hyvin arviointikriteerinä voisi käyttää myös luottojen riskiastetta tai maturiteettia, mutta tämänkaltaista lähestymistapaa ei ole haluttu valita.¹⁰¹

Osuva kysymys on, mihin rajaan asti saatavapoolin monimuotoisuus sallitaan saman transaktion sisällä? Tähän asetus ei tarjoa suoraa vastausta, mutta valtuuttaa EBA:n antamaan tarkempia poolin homogeenisuutta koskevia teknisiä standardeja.¹⁰² Homogeenisuusvaatimus koettiin monitulkintaisena markkinatoimijoiden keskuudessa, mikä paradoksaalisesti oli ehkä vastoin koko yksinkertaisuusvaatimuksen tarkoitusta.¹⁰³ Ilmeisesti kuitenkin EBA:n teknisten standardien julkaisemisen jälkeen epävarmuus homogeenisuusvaatimusta kohtaan on ainakin osittain poistunut.¹⁰⁴ Homogeenisuusarvioinnin ollessa omaisuuseräluokkasidonnainen, arvopaperistettujen vastuiden kannassa saa olla vain yhtä omaisuuserätyyppiä.

Luottokelpoisuus

Välttääkseen originate-to-distribute -mallien syntymistä, predatory lending -ilmiötä sekä myös taatakseen arvopaperistamisille laadukkaan vakuusmassan, yksinkertaisuusvaatimus edellyttää arvopaperistettujen vastuiden olevan peräisin alullepanijan tavanomaisesta liiketoiminnasta

¹⁰¹ Tällä hetkellä vaikuttaisi siltä, että omaisuuserät jaetaan niiden omaisuuseräluokittelun mukaan. Omaisuuserät näyttäisivät jakautuvan neljään kategoriaan: 1) asuntoluottoihin, 2) yritysluottoihin 3) autoluottoihin sekä 4) kulu- tusluottoihin. Ks. esim. Deloitte White Paper 2018, s. 3.

¹⁰² EBA on julkaissut 31.7.2018 tekniset standardit koskien arvopaperistettavan saatavakannan homogeenisyyttä. Tiivistetysti EBA:n mukaan arvopaperistettavilla erillä pitäisi olla 1) samanlaiset myöntämisstandardit, 2) niitä tulisi hallinnoida samalla tavalla, 3) ne tulisi kuulua samaan omaisuuseräluokkaan sekä lisäksi 4) suurimman osan arvopaperistettavista vastuista tulisi ainakin yhden edellä mainittujen kriteerien valossa olla homogeenisiä. Ks EBA 31.7.2018 rec. 2. s. 3.

¹⁰³ Ks. Deloitte 2018, s. 3, jossa todetaan “[i]n light of this regulatory update, the definition of homogeneity has become broader, more diverse and arguably less transparent”. Todettakoon, että arvopaperistamisasetus pitää sisällään monia epäselviä termejä ”homogeenisuus” termin lisäksi. Välttääkseen erilaisten STS-kriteerien tulkintojen syntymisen, EBA:n tehtävänä on antaa ohjeistuksia sen varmistamiseksi, että STS-kriteereistä on olemassa koko unionin alueella yhtenäinen ja johdonmukainen käsitys ja soveltaminen. Ks. muista asetuksen epäselvistä termeistä esim. Kastelein 2018, s. 472, joka toteaa “[e]xamples of unclear descriptions include the following terms: ‘material changes’ (Article 20(10) ‘appropriately mitigated’ (clause 21(2)) ‘common standards’ (Article 21(2)), ‘substantially similar’ (Article 22(1)), ‘appropriate’ (Article 22(2)), and ‘precisely’ (Article 22(3))”.

¹⁰⁴ Ks. EBA Guidelines on STS criteria 2018, s. 82, jossa ilmaistaan “[g]iven that the majority of respondents supported no further clarifications on homogeneity in the STS guidelines [...], no further clarifications regarding the homogeneity requirement are made in the final guidelines”.

”sellaisten luotonmyöntämiskäytäntöjen mukaisesti, jotka ovat vähintään yhtä tiukat kuin käytännöt, joita alullepanija soveltaa samanlaisten arvopaperistamattomien vastuiden yhteydessä”.¹⁰⁵ Myös silloin, kun alullepanija ostaa kolmannelta osapuolelta luottoja arvopaperistettavaksi, sen on varmistettava, että luotot täyttävät samat kriteerit, kuin alullepanija olisi itse myöntänyt luotot.¹⁰⁶ Osittain tähän samaan tavoitteeseen tähtää myöhemmin läpi käytävä riskin pidättämisvaatimus, joka tavallaan yhtenäistää alullepanijan ja sijoittajien motiiveita luottokannan laadun osalta.

Vaatimukset, jotka koskevat arvopaperistettavien vastuiden luottokelpoisuutta, ovat ainakin osittain päällekkäisiä kiinnitysluottodirektiivin (MCD) artikloiden 18 ja 20(1) vaatimusten kanssa. Kyseiset artiklat koskevat velallisten luottokelpoisuutta myönnettäessä kiinteistövakuudellisia luottoja. Arvopaperistettaessa kiinteistövakuudellisia luottoja, arvopaperistettavan luoton on siis oltava kiinnitysluottodirektiivin mukaisesti niin sanotusti ”verifioitu” luotto vuodesta 2016 lähtien.¹⁰⁷

Asetuksen luottokelpoisuusstandardit edellyttävät alullepanijan ilmoittamaan sijoittajille, mikäli vakuuspoolissa olevat luotot kokevat ”aineellisen muutoksen” (material change). Tämä vaatimus käytännössä pakottaa alullepanijan monitoroimaan arvopaperistettavia luottoja myös niiden arvopaperistamisen jälkeen, mikä palauttaa STS-arvopaperistamisen samoihin perinteisiin taloudellisiin lähtökohtiin rahoituksen välittämisestä. Puolestaan sitä, mitä ”aineellisella muutoksella” tarkoitetaan, arvopaperistamisasetus ei tarkemmin määrittele. Aineellisen muutoksen määrittely on ulkoistettu jälleen EBA:lle.¹⁰⁸

¹⁰⁵ Ks. arvopaperistamisasetuksen artikla 20(10) ja myös EBA Guidelines on STS criteria 2018, s. 30. Luottokelpoisuus edellyttää esimerkiksi, ettei alullepanija saa arvopaperistaa vastuita, joiden velallinen on ollut todettu maksukyvyttömäksi viimeisen kolmen vuoden aikana ennen vastuiden luovutusta erillisyytiölle (ks. artikla 20(11)).

¹⁰⁶ Arvopaperistamisasetus 9(3) artikla.

¹⁰⁷ Ks. Flunker – Schlösser – Weber 2018, s. 13.

¹⁰⁸ EBA:n tulkintojen mukaan tiivistetysti voisi sanoa, että saatavakannassa on ”aineellinen muutos”, mikäli 1) luottokanta muuttuu siten, että sitä ei olisi pidettävä enää homogeenisenä tai 2) muutoksia, jotka kokonaisarvollisesti vaikuttavat luottorisktiin tai saatavakannan odotettuun suoriutumiseen tulevaisuudessa johtaen eri lähestymistapaan poolin luottoriskiä kohtaan. Ks. EBA Guidelines on STS criteria 2018, s. 30–31.

Uudelleenarvopaperistamisen kieltö

Todettakoon, että arvopaperistamisasetus kieltää uudelleenarvopaperistamisen kaikkien arvopaperistamisten osalta lukuun ottamatta ”laillisessa tarkoituksessa” tehtyjä ja tiettyjä uudelleenarvopaperistamisia osana täysin tuettuja ABCP-järjestelyjä. Tästä huolimatta STS-kriteerien yksinkertaisuusvaatimuksen osalta lainsäätäjät on – ehkäpä hieman itsestäänselvytenä – halunnut erikseen mainita, ettei STS-arvopaperistamisen vakuuspooliin saa sisällyttää jo kertaalleen arvopaperistettuja positioita.¹⁰⁹ Uudelleenarvopaperistamiseen palataan jäljempänä asetuksen kaikkia arvopaperistamisia koskevissa osiossa, koska kieltö koskee kaikkia arvopaperistamisia.

4.3.3 Läpinäkyvyys

Arvopaperistamisia ja arvopaperistettuja vastuita koskevat läpinäkyvyysvaatimukset mahdollistavat muun muassa sen, että ”sijoittajat voivat ymmärtää, arvioida ja verrata arvopaperistamistransaktioita”.¹¹⁰ Toisin sanoen arvopaperistamiseen liittyvät riskit pitäisi olla helpommin havaittavissa verrattuna aiempaan väitettyyn asymmetriseen informaatioon. Läpinäkyvyyttä koskevat vaatimukset sisältävät käytännössä lähinnä alullepanijan ja erillisyhtiön lisääntyneen tiedonantovelvollisuuden sijoittajille. Tiedonantovelvollisuus koskee arvopaperistettavissa luotoissa tapahtuneita muutoksia ja saatavakannan kanssa samanlaisten omaisuuserien historiatietoja. Alullepanijan tulee antaa esimerkiksi arvopaperistettavien vastuiden tuotto- ja tappiokehitystä koskeva historiallinen data tiedoksi sijoittajille vähintään viideltä vuodelta.¹¹¹ Tätä on pidetty huolestuttavana markkinatoimijoiden keskuudessa.¹¹² Tämän lisäksi alullepanijan tulee julkaista arvopaperistettavien omaisuuserien ympäristövaikutuksiin liittyvät tiedot, mikäli tämäkaltaisia tietoja on saatavilla.

Silloin kun luottoja arvopaperistetaan, on yleensä kysymys kohtalaisen suuresta saatavakanasta. Kun historiatiedot arvopaperistettavista luotoista tulee antaa julki vähintään viimeiseltä

¹⁰⁹ Ks. arvopaperistamisasetus artikla 20(9).

¹¹⁰ COM(2015) 472 final s. 16.

¹¹¹ Ks. arvopaperistamisasetus artikla 20(11). Tiedot tulee antaa ilmi vähintään seitsemältä vuodelta, mikäli kyseessä on ei-vähittäisvastuu (non-retail) ja vähintään viideltä vuodelta, mikäli kyseessä on vähittäisvastuu (retail).

¹¹² Ks. Kastelein 2018, s. 473, jossa hän toteaa historiatietojen tiedonannon yhteydessä ”[t]his is perceived as worrying by the market”.

viideltä vuodelta ja vieläpä melko yksityiskohtaisesti, on kyseessä hyvin työläs tiedonantoprosessi.¹¹³ Asetus edellyttää lisäksi, että ennen arvopapereiden liikkeeseenlaskua, asianmukaisen ja riippumattoman kolmannen osapuolen tulee suorittaa arvopaperistetuista vastuista poimitun otoksen perusteella tarkistus sen osalta, että saatavakanta vastaa siitä annettuja tietoja.¹¹⁴

Yleisenä käytäntönä on ollut lähes poikkeuksetta hankkia luottoluokitus arvopaperistetuille joukkolainoille ulkopuoliselta luottoluokittajalta. Luottoluokittajan on pitänyt näin ollen jo luokitusta arvioidessaan tutkia arvopaperistettävien vastuiden historiaa tai ainakin se on menetelty näin, mikäli on ollut huolellinen. Onko esimerkiksi luottoluokittaja asetuksen mukainen riippumaton kolmas osapuoli? Komission ehdotus ja itse asetus pysyvät hiljaisena sen osalta, min-käläinen taho asetuksessa edellytettävä riippumaton osapuoli voi olla. EBA on tarkentanut ohjelinjoissaan sitä, milloin osapuoli voidaan katsoa asianmukaiseksi ja riippumattomaksi.¹¹⁵

Mikäli luottoluokittaja sallittaisiin riippumattomaksi osapuoleksi, tarkistusvaatimus ei tuottaisi tosiasiallisesti lisärasitusta transaktiolle, sillä synergiaa tarkastukseen olisi saatavilla jo luottoluokittajan luottoluokituksen arvioinnin kanssa. Toisaalta alullepanijalla pitäisi jo ennestään olla laadukkaat sisäiset prosessit mittaamaan arvopaperistettävien vastuiden riskejä vakavaraisuussääntelyn ohjaamana. Riski voikin piillä siinä, että tarkistusvaatimus tullaan käytännössä

¹¹³ Esimerkiksi alullepanijan tulee esittää sijoittajaraportissa kaikki ”olennaisen tärkeät tiedot arvopaperistettujen vastuiden luottoluokasta ja suorituskyvystä, mukaan lukien tiedot, joiden perusteella sijoittaja voi selkeästi tunnistaa arvopaperistettujen vastuiden velallisten maksulaiminlyönnit ja maksukyvyttömyyden sekä velkojen uudelleenjärjestelyt ja anteeksiannot, sitoumusten laiminlyönnit, takaisinostot, maksuvapaat kaudet, tappiot, tappioiden kirjaamiset, takaisinperinnät ja muut arvopaperistettujen vastuiden suorituskykyyn vaikuttavat toimet. Sijoittajaraportissa olisi annettava myös tiedot arvopaperistettujen vastuiden ja arvopaperistettujen tuotteiden liikkeeseenlaskuun liittyvien velkojen tuottamista kassavirroista, mukaan lukien erilliset tiedot arvopaperistamispositioiden tuloista ja suorituksista eli maksuaikataulun mukaan maksetuista pääomista ja koroista, ennakkoon maksetusta pääomasta ja erääntyneistä koroista ja maksuista sekä tiedot laukaisevista tapahtumista, jotka edellyttävät muutoksia maksujen etuoikeusjärjestykseen tai vastapuolten vaihtamista; lisäksi olisi annettava etuoikeusluokittain esitetyt tiedot käytettävissä olevien erillisten takausten määrästä ja muodosta” COM(2015) 472 final (14) s. 23.

¹¹⁴ Ks. arvopaperistamisasetus artikla 22(2). Komission ehdotuksessa esitettiin, että tarkastuksessa varmistetaan arvopaperistettävistä vastuista ilmoitettujen tietojen pitävän 95 prosentin todennäköisyydellä paikkansa (COM(2015) 172 Final s. 41). Tämä ei kuitenkaan päätynyt asetustekstiin, mutta vaatimus löytyy lähes samansisältöisenä EBA:n ohjelinjoissa, jossa todetaan ”[...] the verification to be carried out based on the representative sample, applying a confidence level of at least 95% [...]” (EBA Guidelines on STS-criteria 2018, s. 45 kohta 80). Valittu sanamuototekniikka on katosakseni siinä määrin poikkeuksellinen, että se implisiittisesti sallii tietynasteisen virheellisuuden annetuissa tiedoissa. Maininta 95 prosentin todennäköisyydestä on luultavasti alun perin tarkoitettu havainnoimaan, että saatavakannan kaikista historiatiedoista ei kyetä antamaan kaikkia tietoja täydellä 100 prosentin varmuudella. Ks. alav. 113 edellä vaadituista tiedoista, joita tiedonantovaatimus sisältää.

¹¹⁵ EBA:n ohjelinjojen mukaan riippumattomana osapuolena on pidettävä jotain muuta kuin 1) luottoluokituslaitosta, 2) osapuolta, joka vahvistaa järjestelyn STS-kriteerien täyttymisen tai 3) entiteettiä, joka on yhdistettävissä alullepanijaan. (ks. EBA Guidelines on STS criteria 2018, s. 78).

täyttämään alullepanijan antamien arvopaperitettavaa poolia koskevien takuiden ja vakuutuksien (warranties & representations) perusteella. Läpinäkyvyysvaatimuksen johdosta on kuitenkin mahdollista, että sama työ joudutaan tekemään periaatteessa ”kahteen kertaan” eri osapuolten toimesta.

Historiatietojen julkaisuvaatimus herättää useita kysymyksiä. Kun historiatiedot tulee antaa julki viimeiseltä viideltä vuodelta, niin miten menetellään uusien luottojen kanssa, joilla ei ole historiaa tai joiden historia on lyhyempi kuin viisi vuotta? Entä mikäli arvopapereiden liikkeesenlaskussa käytettävä erillisyhtiö suorittaa lukuisia emissioita (niin sanottu ”master trust”), kuinka usein sen tulee teettää uusi ulkopuolinen tarkastus?

Vastaus ensimmäiseen kysymykseen tarkoittaa käytännössä sitä, että täysin uudenlaisia tuotteita ei ole lainkaan mahdollista saattaa STS-arvopaperistamisen piiriin.¹¹⁶ Historiavaatimus voi osaltaan rajoittaa markkinoiden innovatiivisuutta, mutta toisaalta täytyy muistaa, että STS-arvopaperistamiseen ryhtyminen on vapaaehtoista. STS-kriteerit itsessään eivät kiellä mitään, mutta siitä huolimatta niillä voi olla estävä vaikutus.¹¹⁷ Kysymyksistä toiseen, erillisyhtiön ollessa ns. master trust, sen tulee hankkia vuosittain tarkastus arvopaperistettavasta saatavakannasta ennen joukkolainojen liikkeesenlaskua.¹¹⁸

4.3.4 Standardointi

Standardointia koskevilla vaatimuksilla pyritään luomaan toisaalta yhtenäiset dokumentointikäytännöt ja lomakkeet esimerkiksi arvopaperistamisilmoituksia ja -esitteitä varten, mutta asetukset pyrkii myös luomaan standardoitun arvopaperistamistransaktiorakenteen. Arvopaperista-

¹¹⁶ Tässä yhteydessä on syytä korostaa, että asetus edellyttää historiatietojen julkaisemisen arvopaperistettavien vastuiden kanssa samanlaisista omaisuuseristä, ei käsillä olevasta saatavakannasta itsessään. Artiklan 22(1) sanamuoto on ”jotka ovat keskeisiltä osiltaan samanlaisia kuin kyseessä olevat arvopaperistettavat vastuut”. Täten luoton ei suinkaan tarvitse olla vähintään 5 vuotta vanha, jotta se voitaisiin arvopaperistaa. Kuitenkin arvopaperistettavalla vastuulla on oltava vertailukelpoisia vastuita, joista löytyy ainakin viimeiseltä viideltä vuodelta historiatietoa.

¹¹⁷ Ks. STS-kriteerien historiavaatimuksen kanssa vastaavan kansainvälisten STC-kriteerien osalta Global Financial Management Association, Institute of International Finance ja ISDA:n kommentit, jossa arvioidaan historiatietovaatimuksen tosiasiallisesti vaikeuttavan kokonaan uuden omaisuusluokan tai jopa perinteisen omaisuusluokan uudessa oikeusjärjestyksessä katsottavan STC-kriteerit täyttäväksi omaisuusluokaksi. Kommentissa todetaan mm. ”[t]his is a significant barrier to the development of securitization markets and one which would have the opposite effect from that intended by the development of the STC regime as a whole” s. 19. Viitattu 28.4.2020.

¹¹⁸ EBA Guidelines on STS Criteria 2018, s. 77.

mistransaktion voi katsoa olevan melko vakiintunut jo ennen asetuksen voimaantuloa eikä asetukset tuonut tähän rakenteeseen juurikaan muutosta. Transaktiorakenteen standardointia koskevat tekniikat ovat lähinnä rajoittavia supistaen erillisyhtiön ja alullepanijan käytössä olevia valintamahdollisuuksia. Arvopaperistamistransaktion sisältöä on avattu jo aiemmin arvopaperistamista koskevassa jaksossa, eikä sitä tässä yhteydessä avata uudestaan.

Standardointia koskevat vaatimukset rajoittavat esimerkiksi erillisyhtiön johdannaissopimusten käyttöä. Erillisyhtiö saa solmia johdannaissopimuksia ainoastaan, mikäli niiden tarkoituksena on suojautuminen esimerkiksi korko- ja valuuttariskeiltä. Muussa kuin suojautumistarkoituksessa tehdyt johdannaissopimukset ovat kiellettyjä. Tämän lisäksi erillisyhtiön on varmistettava, ettei arvopaperistettujen vastuiden kanta sisällä johdannaisia.¹¹⁹ Rajoitusten joukkoon liittyy myös esimerkiksi joukkolainoille maksettavien korkotulojen kytkeminen tavanomaisiin markkinakorkoihin, joka samalla kieltää monimutkaisten laskentakaavojen käyttämisen maksettaville tuotoille. Viitekorkojen osalta on huomioitu Liborin ja Euriborin seuraajat.¹²⁰

Todetaan tässä yhteydessä, että standardointia koskevat vaatimukset luovat myös eräänlaisen kehikon erillisyhtiön mahdollisen maksukyvyttömyysmenettelyn johdosta laukeaville sallituille toimenpiteille. Sama koskee arvopaperistamista varten perustetun vesiputousrakenteen etuoikeusjärjestysten tai kassavirran kanavoinnin muutoksia.¹²¹ Edelleen standardointivaatimukset ilmaisevat melko yksityiskohtaisesti arvopaperistamiseen liittyvien asiakirjojen tiedonanto- ja sisältövaatimuksia, joita ei tässä esityksessä kuitenkaan avata enempää. Tarkastelun pääpainon ollessa STS-kriteereissä omaksutuissa sääntelytekniikoissa, yksityiskohtaisia standardointivaatimuksia ei käydä läpi, sillä sääntelyn ratio on kaikissa sama eli yhtenäistää menettelyä, joka osaltaan tukee myös läpinäkyvyyttä.¹²²

¹¹⁹ Ks. arvopaperistamisasetus artikla 21(1).

¹²⁰ Ks. EBA Guidelines on STS Criteria 2018, s. 39, jossa Liborin ja Euriborin lisäksi listataan muut tunnustetut vertailukohteet (benchmark).

¹²¹ Ks. arvopaperistamisasetus artikla 20(4) ja 20(5). Jotenkin tiivistetysti voidaan esittää, että maksukyvyttömyysmenettelyn tullessa vireille tällä on yleensä vaikutuksia myös sopimussuhteissa, sillä niissä on yleensä sovittu tietyistä ”trigger” tyyppisistä ehdoista, joissa tietynlainen tapahtuma käynnistää ennalta sovitun tapahtumasarjan. Maksukyvyttömyysmenettelyn vireille tulo on yleensä eräännyttämisperuste rahoitussopimuksen mukaan. Standardointivaatimus rajoittaa sitä, minkälaisista tapahtumista täytäntöönpano- tai eräännyttämistoimenpiteistä voidaan STS-kriteerien puitteissa sopia.

¹²² Ks. arvopaperistamisasetus artikla 20(6) ja 20(7).

4.4 *Ilmoitus STS-arvopaperistamisesta*

4.4.1 Ilmoitus ja itsensä todistaminen

Saadakseen arvopaperistamisen virallisesti STS-arvopaperistamisen piiriin, alullepanijan, järjestäjän tai erillisyhtiön tulee ilmoittaa siitä Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaiselle (ESMA) edellyttäen tietenkin arvopaperistamisen täyttävän STS-kriteerit. Toisin sanoen ilmoitus on pakollinen saadakseen STS-arvopaperistamisen edut. STS-ilmoituksen tulisi pitää sisällään selityksen siitä, kuinka arvopaperistaminen täyttää asetuksen STS-kriteerit. Hieman epäselvää on ollut, kuinka yksityiskohtainen tällaisen selityksen tulisi olla.¹²³ Etenkin kun huomioidaan kriteereiden suuri määrä ja yksityiskohtaisuus, selitys voisi muodostua melko laajaksi. STS-ilmoitus julkaistaan ESMA:n virallisella verkkosivustolla, josta käyvät ilmi kaikki STS-arvopaperistamiset.

STS-arvopaperistaminen luo uudenlaisen markkinan erikseen STS-kriteereihin erikoistuneille tahoille. Muun muassa tämän vuoksi asetuksessa on otettu huomioon se, että alullepanija tai järjestäjä voivat käyttää prosessissa auktorisoitua kolmatta osapuolta sen arvioimiseksi, täyttääkö transaktio STS-arvopaperistamiselle asetetut vaatimukset.¹²⁴ Alullepanija kantaa kuitenkin viimekädessä riskin siitä, että järjestely tosiasiaassa täyttää vaatimukset. Mikäli järjestely ei täytäkään STS-kriteereitä ja ilmoitus olisi tehty ESMA:lle ikään kuin väärin perustein, menettelyssä piilee jäljempänä tarkemmin esitelty sanktiomahdollisuus. Sanktiomahdollisuudesta ja maineeseensa kohdistuvista seurauksista johtuen alullepanijan edun mukaista on olla korostetun tarkka siinä, että kaikki vaatimukset varmasti täyttyvät.

Arvopaperistamisen liikkeeseenlaskun merkitseminen ESMA:n luetteloon ilmoitetuista STS-arvopaperistamisista ei tarkoita, että jokin toimivaltainen viranomainen olisi todistanut, että kyseinen arvopaperistaminen täyttää STS-kriteerit.¹²⁵ Ilmoitus perustuu siis alullepanijan omaan todistukseen transaktionsa sisällöstä. Kun muistetaan yhtenä asetuksen tavoitteista olevan kasvattaa luottamusta arvopaperistamista kohtaan, on valittu linjaus kieltämättä hieman poikkeuk-

¹²³ Ks. Kastelein 2018, s. 473.

¹²⁴ Ks. arvopaperistamisasetuksen artikkelit 27 ja 28.

¹²⁵ COM(2015) 172 final (20) s. 25.

sellinen. Valitusta lähestymistavasta on kuitenkin vedettävissä sellainen johtopäätös, että Euroopassa halutaan alullepanijoiden ja erillisyhtiöiden ottavan vastuun väitteistään eikä vastuuta voida vierittää muiden osapuolten kannettavaksi. Tämä osakseen varmistaa sitä, että markkinat ovat läpinäkyvät ja luotettavat.

Kritiikkiä markkinatoimijoiden keskuudessa onkin esitetty valittua lähestymistapaa kohtaan ja sitä, että STS-ilmoitus nojaa yksinomaan arvopaperistamistoimijan omaan harkintaan.¹²⁶ Kysymys on luottamuspulasta ja markkinatoimijat valitsisivat ennemmin jonkinlaisen muodollisen säännellyn leimaproessin vahvistaakseen STS-arvopaperistamisen kriteerit täyttäväksi järjestelyksi. Toisaalta omaan todistukseen nojaava verifiointi ei ole välttämättä käytännössä niin suuressa asemassa, koska markkinoilla käytetään edellä sivutun mukaisesti pitkälti auktorisoituja osapuolia arvioimaan transaktion kelpoisuutta STS-arvopaperistamiseksi, joskaan niiden käyttäminen ei ole pakollista.¹²⁷ Markkinoiden odotukset voivat tehdä auktorisoidun kolmannen osapuolen käyttämisen tosiasiasa pakolliseksi.

4.4.2 Ilmoituksen suhde sijoittajien asianmukaiseen huolellisuuteen

Mitä tulee STS-ilmoituksen sisältämän informaation luotettavuuteen, institutionaalisten sijoittajien osalta on erikseen säädetty, että institutionaaliset sijoittajat eivät saa ”yksinomaisesti tai mekaanisesti” luottaa ilmoitukseen tai sen tietoihin.¹²⁸ Tämä tarkoittaa käytännössä, että institutionaalisen sijoittajan on myös itse otettava selvää arvopaperistamisen taustalla olevista vastuista, niiden historiakehityksestä ja muista lukuisista seikoista. Institutionaalinen sijoittaja ei voi täyttääkseen velvoitettaan myöhemmin vedota ainoastaan STS-ilmoitukseen tai tietoihin. On syytä nostaa esiin, että laajempi asianmukaisen huolellisuuden vaatimus (due diligence) koskee kaikkia maailmanlaajuisia arvopaperistamisia eikä ainoastaan STS-arvopaperistamisia.

¹²⁶ Ks. Mullin (2015), jossa kirjoittaja toteaa “[s]elf-certification is a sure sign that European Commission has chosen grievously to ignore the pretty clear responses from key players in the ABS/MBS ecosystem to its “EU framework for simple, transparent and standardised securitisation” consultation”. Viitattu 11.5.2020.

¹²⁷ ESMA:n arvopaperistamistaulukoista ilmenee mm. onko transaktiossa käytetty auktorisoitua kolmatta osapuolta. Tällaisena tahona toimii esimerkiksi voittoa tavoittelematon järjestö Prime Collateralized Securities (PCS). Taulukon mukaan voisi sanoa, että auktorisoitua kolmatta osapuolta käytetään melko useasti, ellei lähes poikkeuksetta STS-kriteereiden noudattamisen varmistamiseksi.

¹²⁸ Ks. arvopaperistamisasetus artikla 5(3) c kohta.

Täyttä varmuutta ei ole siitä, mitä institutionaaliselta sijoittajalta itseltään odotetaan STS-ilmoituksen osalta ja toisaalta, mikä on mahdollinen sanktio, mikäli institutionaalinen sijoittaja ”yksinomaisesti tai mekaanisesti” luottaa ilmoitukseen tai sen sisältämiin tietoihin.¹²⁹ Komission ehdotuksessa tätä vaatimusta ei tarkenneta vaan todetaan ainoastaan olevan ”[...] olennaisen tärkeää, että sijoittajat tekevät oman arviointinsa ja ottavat vastuun sijoituspäätöksistään [...]”.¹³⁰ Myöskään EBA:n tulkintaohjeet eivät tuo osaltaan tarkennusta asiaan.

Nähdäkseni tämän sääntelytekniikan tarkoitus voitaisiin mieltää lähinnä psykologiseksi peila-
ten siihen, että STS-ilmoituksessa annettujen tietojen tulisi olla jo oikeat, vaikkakin ainoastaan
95 prosenttisesti.¹³¹ Käsillä on lähinnä ”henkselit ja vyö” -tyyppinen ratkaisu, jossa sama asia
varmistetaan kahteen kertaan, joskin eri tavalla. Toisenlainen ratkaisu ei olisi kuitenkaan kohe-
renttia ottaen huomioon, että asetuksen yksi merkittävistä uudistuksista on institutionaalisten
sijoittajien selonottovelvollisuuksien lisääminen. Kuitenkin vaatimuksen rikkomisen seura-
amuksista – tai oikeammin niiden puuttumisesta – huolimatta alullepanijat ja järjestäjät voivat
rohkaistua arvopaperistamaan vastuita helpommin, kun selonottovelvollisuuksia on muodolli-
sesti vieritetty STS-arvopaperistamisten(kin) osalta institutionaalille sijoittajille.

4.4.3 Virheellinen ilmoitus ja sanktiomekanismi

Alullepanijan, järjestäjän tai erillisyyhtiön tulee ilmoittaa välittömästi ESMA:lle ja toimivaltai-
selle kansalliselle valvontaviranomaiselle, mikäli arvopaperistaminen ei enää täytä STS-
arvopaperistamiselle asetettuja vaatimuksia.¹³² ESMA ylläpitää listaa myös arvopaperistami-
sista, jotka eivät enää täytä STS-kriteereitä.

Arvopaperistamisasetuksen sanktiomekanismi on ollut suuri huolenaihe markkinatoimijoille.
Kirjallisuudessa esimerkiksi Kastelein on arvioinut asetuksessa omaksutun sanktiomekanismin
voivan tosiasiallisesti karkottaa potentiaalisia toimijoita pois STS-arvopaperistamisesta.¹³³

¹²⁹ Ks. Kastelein 2018, s. 475, jossa hän toteaa luottamuselementin yhteydessä “[i]t is not clear what then exactly is expected from the investor himself”. Vielä edelleen Kastelein arvioi tämän vaatimuksen asettavan sijoittajille uuden vastuuriskin.

¹³⁰ COM(2015) 472 final (23) s. 25.

¹³¹ Edellä käsitelty ulkoinen tarkastus edellyttää 95 prosentin todennäköisyyttä tietojen paikkansapitävyydestä.

¹³² Ks. arvopaperistamisasetus artikla 27(4).

¹³³ Ks. Kastelein 2018, s. 479, jossa hän toteaa “[t]he sanction regime has been a major concern for market participants. It may deter participants from designating their transactions ‘STS’ given the significant consequences of getting it wrong and the difficulties in ticking certain items off”.

Tämä ei luonnollisestikaan ole toivottua, kun muistetaan asetuksen ohjaava tavoite ja kannustin STS-arvopaperistamisiin suuntautumiselle. Vaakakupissa kuitenkin painaa edellä käsitelty STS-ilmoituksen sisällön paikkansapitävyyden ja noudattamisen jääminen suurelta osin alullepanijan ja erillisyhtiön oman harkinnan nojaan. Tätä varten tarvitaan selvä pelote siltä varalta, ettei STS-ilmoitusta käytetä väärin. Joutuakseen väärinkäytösten kohteeksi, STS-leima menettäisi arvoansa korkealaatuisen arvopaperistamisen merkinä ja leiman yksi tarkoituksista muuntuisi. Pelotteen motiiviksi voisi perustella myös sijoittajien luottamuksen lisääminen STS-ilmoitusta kohtaan.

Lainsäätäjä on tiedostanut STS-kriteerien tulkintaongelmat ja sen, että sanktiomekanismi saattaa aiheuttaa potentiaalisten markkinatoimijoiden jättäytymisen STS-arvopaperistamisen piirin ulkopuolelle. Tästä syystä toimivaltaisille kansallisille viranomaisille on suotu valtuus antaa kolmen kuukauden armonaika korjata mahdolliset havaitut puutokset arvopaperistamisprosessissa ja sen STS-kriteereissä. Tämä koskee ainoastaan vilpittömässä mielessä tapahtunutta tietämättömyyttä, joka on saattanut aiheutua arvopaperistamisprosessin STS-kriteerien puutteellisuudesta.

Asetuksen mukaan ”virheellisen STS-ilmoituksen olisi oletettava tapahtuneen vilpittömässä mielessä, mikäli alullepanija, järjestäjä ja erillisyhtiö eivät voineet tietää, että arvopaperistaminen ei täyttänyt kaikkia STS-kriteerejä, jotta siitä voitaisiin käyttää nimitystä STS-arvopaperistaminen”. Edellä mainitun kolmen kuukauden armonajan aikana kyseisen arvopaperistamisen olisi kuitenkin katsottava täyttävän STS-kriteerit eikä sitä tänä armonaikana tulisi poistaa ESMA:n ylläpitämästä arvopaperistamisluelestosta.¹³⁴

Vilpillisessä mielessä tehty virheellinen STS-ilmoitus ei oikeuta kolmen kuukauden armonaikaan, joka mahdollistaisi korjata mahdolliset puutokset. Uskoakseni vilpillisen STS-ilmoituksen mahdollisuus on lähinnä teoreettinen, sillä kyseinen menettely lähentelisi jo pe-tosta. Vielä lisäksi tämänkaltainen menettely olisi STS-arvopaperistamistoimijoille merkittävä maineriski. Sijoittajilla on selonottovelvollisuuksista huolimatta perusteltu oikeus luottaa heille annettuihin tietoihin. Ottaen huomioon sen, että strukturoituihin joukkolainoihin sijoittavat toimijat ovat yleensä ammattimaisia toimijoita, alullepanijan edun mukaista on olla tahraamatta

¹³⁴ Ks. arvopaperistamisetuksen johdantokappale 37 ja artikla 36.

mainettaan ABS-markkinalla.¹³⁵ Tätä kirjoittaessa ei ole tullut tietoon sellaista tapausta, jossa arvopaperistamista olisi markkinoitu STS-arvopaperistamiseksi virheellisin perustein.

Mikäli edellä mainitusta huolimatta STS-ilmoituksen väärinkäytös havaitaan, toimivaltaisella viranomaisella on valtuus tehdä ainakin seuraavat toimenpiteet: a) antaa julkinen lausuma, josta käy ilmi tiedot rikkomisesta vastuussa olevasta luonnollisesta henkilöstä tai oikeushenkilöstä sekä rikkomisen luonne, b) antaa määräys lopettaa rikkominen ja olla toistamatta sitä, c) asettaa väliaikainen kielto toimia yhtiön hallintoelinten johtotehtävissä toimiville henkilölle ja d) väärin STS-ilmoituksen ollessa kyseessä antaa väliaikainen kielto tehdä STS-ilmoituksia.¹³⁶

Toimivaltaisella viranomaisella on valtuus määrätä hallinnollinen maksu, joka on rangaistusluontoinen. Kun kyseessä on luonnollinen henkilö, hallinnollisen maksun enimmäismäärä voi olla 5 miljoonaa euroa (tai vastaava muun valuutan määrä). Vastaavasti, oikeushenkilön ollessa kyseessä, maksun määrä on vähintään 5 miljoonaa euroa ja enintään 10 prosenttia yhtiön kokonaisliikevaihdosta. Konsernin ollessa kyseessä, kyseinen 10 prosentin liikevaihtomäärä laskeetaan koko konsernin kokonaisliikevaihdosta.¹³⁷

Hallinnollisen maksun enimmäismäärä voi olla myös kaksi kertaa rikkomisesta saatu hyöty, siitä huolimatta, että edellä mainitut 10 prosentin liikevaihtorajat ylitettäisiin. Tämä koskee myös luonnollisia henkilöitä, eikä rajoitu ainoastaan oikeushenkilöihin. Toisin sanoen, mikäli rikkomisesta saatu hyöty on esimerkiksi 10 miljoonaa euroa, enimmäismäärä maksulle on 20 miljoonaa euroa. Tämä siitä huolimatta, että yhtiön liikevaihto olisi ainoastaan 10 miljoonaa euroa. EBA on valtuutettu antamaan tarkempia ohjeistuksia rikkomisesta saadun hyödyn laske-
kemiseksi, mikä osaltaan on hankala tehtävä.

¹³⁵ Täytyy muistaa, että ABS-markkinat eivät ole täysin irrallisia muista markkinoista, kuten joukkolainamarkkinoista. Joukkolainamarkkinoiden liikkeet vaikuttavat myös välillisesti ABS-markkinan instrumenttien arvonehkitykseen. ABS-markkinoilla tehtyt vilpilliset virheelliset arvopaperistamiset voivat heijastua myös muihin markkinoihin negatiivisesti. Alullepanijan ollessa suurella todennäköisyydellä eurooppalaisittain pankki, sen toimintamahdollisuudet heikkenisivät maineensa tahriintumisen jälkeen huomattavasti.

¹³⁶ Ks. arvopaperistamisasetus artikla 32(2).

¹³⁷ Ks. arvopaperistamisasetus artikla 32(2) kohdat f–h. Konserni on kyseessä, mikäli oikeushenkilö on emoyritys tai sellaisen emoyrityksen tytäryhtiö, jonka on laadittava Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2013/34/EU mukaisesti konsernitilinpäätös.

Viranomaisten on otettava huomioon arvioidessaan esimerkiksi maksun suuruutta, missä määrin rikkominen on ”tahallinen tai tuottamuksellinen, ja kaikki muut asiaan vaikuttavat olosuhteet”.¹³⁸ Mikäli viranomainen katsoo, että rikkomus on tapahtunut vilpittömässä mielessä, viranomainen voi antaa edellä mainitun kolmen kuukauden ajan korjata kyseisen rikkomuksen. Selvyyden vuoksi todettakoon, että arvopaperistamisasetuksen hallinnolliset seuraamukset eivät estä jäsenvaltiota saattamasta arvopaperistamistoimijaa rikkomuksista vastuuseen rikosoikeudellisten seuraamusten muodossa. Tässä yhteydessä täytyy kuitenkin huomioida *ne bis in idem* -periaatteen asettamat rajat rinnakkaisille menettelyille tai rangaistuksille.¹³⁹

Voisi sanoa arvopaperistamisasetuksessa omaksutun hallinnollisen seuraamusmaksun liikevaihtorajoihin muistuttavan paljolti kilpailuoikeuden puolelta kilpailuoikeuden rikkomisesta määrättävää seuraamusmaksua. Ovatko mainitut EU:n sääntelytekniikat viitteitä siitä, että EU olisi matkalla federalistisempaan suuntaan siten, että asetustasoisesti määritellään ”rangaistuksia” kielletylle toiminnalle naamioimalla ne hallinnolliseen muotoon? Tämä on hyvin mahdollista, mutta liittovaltioluontoisuuteen voisi vasta-argumentoida sääntelyn olevan ylipäättään jossain määrin ”hampaatonta” ilman siihen liitettyä sanktiomekanismia.

4.5 Asetuksen kaikkia arvopaperistamisia koskevat säännöt

Seuraavaksi käydään asetuksen kaikkia arvopaperistamisia koskevia sääntöjä läpi sääntelytekniikoihin ja tavoitteisiin. Kaikkia arvopaperistamisia koskevat säännöt voidaan jakaa ainakin 1) riskin säilyttämistä, 2) sijoittajien asianmukaista huolellisuutta ja 3) läpinäkyvyyttä (sisältäen luottokannan laadun) koskeviin vaatimuksiin sekä 4) arvopaperistamisrekistereitä koskevaan osioon. Läpinäkyvyyttä koskevat vaatimukset ovat siinä määrin osittain päällekkäisiä STS-kriteereiden standardointia ja läpinäkyvyyttä koskevien vaatimusten kanssa, että läpinäkyvyyttä ei käsitellä enää tarkemmin. Sen sijaan läpinäkyvyyden alaosiksi mielletäviksi käsitellään lyhyesti uudelleenarvopaperistamisen kieltoa sekä arvopaperistettavalle saatavakannalle

¹³⁸ Ks. Ibid. artikla 33(2).

¹³⁹ Hallinnollisten seuraamusten ja rikosoikeudellisten seuraamusten suhde Suomessa on ollut jännittynyt *ne bis in idem* -periaatteen valossa aikaisemmin etenkin hallinnollisten veronkorotusten ja veropetosrangaistusten osalta. Samanlaisen problematiikan voisi katsoa liittyvän myös arvopaperistamisasetuksen mukaisen hallinnollisen seuraamusmaksun ja rikosoikeudellisen seuraamuksen välillä. Tästä syystä jäsenvaltiot voivat päättää, että ne eivät säädä hallinnollisia seuraamuksia tai korjaavia toimenpiteitä koskevia sääntöjä sellaisten rikkomusten osalta, joihin sovelletaan niiden kansallisen lainsäädännön nojalla rikosoikeudellisia seuraamuksia. COM(2015) 472 final s. 49.

asetettuja laadullisia vaatimuksia. Arvopaperistamisrekisteriä ja rekisteröintiä koskeva osio si-
vuutetaan sen koskiessa pääosin prosessuaalisia asioita eikä niinkään arvopaperistamisen on-
gelmien korjaamista sen tarpeellisuutta kuitenkaan väheksymättä.

4.5.1 Riskin säilyttämisvaatimus

Arvopaperistamisasetuksen artikla 6 sääntelee alullepanijan riskin säilyttämisestä arvopaperis-
tamistransaktiossa. Sääntelemällä alullepanijan tai järjestäjän riskin pidättämisestä on haluttu
sääntelyteknisesti yhtenäistää alullepanijan ja sijoittajien intressejä (vrt. originate & distribute
-mallit).¹⁴⁰ Arvopaperistamisasetuksella on lisäksi tarkoitus harmonisoida arvopaperista-
mistransaktion pidättämisvaatimuksia, jotka ovat tähän asti olleet hajanaisesti eri säädöksissä
(esim. CRR, Solvency II, UCITS, AIFMD ja CRAIII).¹⁴¹ Todettakoon kuitenkin, että arvopa-
peristamistransaktion kokonaiskohteluun (mm. riskin siirtäminen, vakavaraisuus- ja likviditeet-
tivaatimukset) vaikuttavat edelleen säännökset useasta eri lähteestä.

Arvopaperistamisen ”alullepanijan, järjestäjän tai alkuperäisen luotonantajan on säilytettävä
jatkuvasti vähintään viiden prosentin olennainen nettomääräinen taloudellinen osuus arvopape-
ristamisesta”. Tämä ”osuus mitataan alussa, ja se määritellään taseen ulkopuolisten erien ni-
mellisarvoa käyttäen. Jos alullepanija, järjestäjä tai alkuperäinen luotonantaja eivät ole sopineet
keskenään, kuka niistä säilyttää olennaisen nettomääräisen taloudellisen osuuden, alullepanijan
on säilytettävä olennainen nettomääräinen taloudellinen osuus. Säilyttämisvaatimuksia ei so-
velleta mihinkään arvopaperistamiseen moninkertaisesti. Olennaista nettomääräistä taloude-
llista osuutta ei saa jakaa erityyppisten säilyttäjien kesken” eikä se saa olla minkäänlaisen luot-
toriskin vähentämisen tai suojauksen kohteena.¹⁴²

Selvyyden vuoksi asetuksessa on mainittu, että erillisyhtiötä ei pidetä alullepanijana, johon
kohdistuisi pakollinen riskin pidättämisvaatimus. Tämä tarkoittaa myös sitä, että erillisyhtiö ei
voi yksinään täyttää riskin pidättämisvaatimusta. Riski täytyy pidättää aina niin, että se on
muussa taseessa kuin siinä, mistä arvopaperistamistuotteet lopulta lasketaan liikkeelle.

¹⁴⁰ Komission mukaan ”näin varmistetaan, että arvopaperistettuja tuotteita ei luoda ainoastaan sijoittajille tapah-
tuvan voitonjaon vuoksi kuten tehtiin väitetysti ennen vuoden 2008 rahoituskriisiä”. COM(2015) 472 final s. 2.

¹⁴¹ Ibid. s. 8.

¹⁴² Ks. arvopaperistamisasetus artikla 6(1–7).

Alullepanijalla, järjestäjällä tai alkuperäisellä luotonantajalla on käytössään monta eri tapaa täyttää ”olennaisen nettomääräisen taloudellisen osuuden” pidättämisvaatimus. Toisaalta nämä ovat samalla ainoat sallitut tavat:

a) vähintään viiden prosentin säilyttäminen kunkin myydyn tai sijoittajille siirretyn etuoikeusluokan nimellisarvosta;

b) uudistettavien arvopaperistamisten tai uudistettavien vastuiden arvopaperistamisten tapauksessa alullepanijan osuuden säilyttäminen niin, että se on vähintään viisi prosenttia kunkin arvopaperistetun vastuun nimellisarvosta;

c) satunnaisvalinnalla valittujen vastuiden säilyttäminen niin, että ne vastaavat vähintään viittä prosenttia arvopaperistettujen vastuiden nimellisarvosta, jos tällaiset arvopaperistamattomat vastuut olisi muuten arvopaperistettu arvopaperistamisessa, edellyttäen, että mahdollisesti arvopaperistettuja vastuuta on alun perin vähintään 100 kappaletta

d) suuririskisimmän etuoikeusluokan säilyttäminen sekä tarvittaessa, jos säilyttäminen ei ole suuruudeltaan viittä prosenttia arvopaperistettujen vastuiden nimellisarvosta, muiden etuoikeusluokkien, joilla on sama tai huonompi riskiprofiili kuin sijoittajille siirretyillä tai myydyillä etuoikeusluokilla ja jotka eivät eräänny aikaisemmin kuin sijoittajille siirretyt tai mydyt etuoikeusluokat, säilyttäminen niin, että se vastaa kaikkiaan vähintään viittä prosenttia arvopaperistettujen vastuiden nimellisarvosta; tai

e) suuririskisimmän vastuun säilyttäminen niin, että se on vähintään viisi prosenttia jokaisesta arvopaperistetusta vastuusta arvopaperistamisessa.

Valittu tapa, jolla pidättämisvaatimus täytetään, on ilmoitettava neljännesvuosittaisissa sijoittajaraporteissa.¹⁴³ Yleisin tapa täyttää riskin säilyttämisvaatimus ovat edellä mainitut d) tai e) vaihtoehdot.¹⁴⁴

Riskin säilyttämistä koskevaa vaatimusta on pidetty asetuksen yhtenä merkittävimmistä säännöksistä.¹⁴⁵ Kuitenkin yleisenä markkinakäytäntönä on ollut jo ennen asetusta säännönmukaisesti riskin säilyttäminen alullepanijalla olennaisissa määrin, joko vakuudellisessa rahoituksessa tai osana lisävakuusjärjestelyjä parantaakseen emissiossa liikkeeseenlaskettavien senior-

¹⁴³ Ibid. artikla 7(1)(e)(iii).

¹⁴⁴ Esim. HE 141/2018 vp s. 9.

¹⁴⁵ Ks. esim. HE 141/2018 vp s. 9, jossa todetaan ”[arvopaperistamis]asetuksen eräs keskeisimmistä säännöksistä on arvopaperistamisen aloittajan velvollisuus säilyttää arvopaperistamiseen liittyvä taloudellinen osuus, jolla pidetään arvopaperistamiseen liittyvää riskiä”.

luokkien asemaa.¹⁴⁶ Riskin säilyttämistä koskeva vaatimus ei siis tuo aiempaan markkinakäytäntöön juurikaan muutosta eikä sinällään ratkaise mitään ongelmaa, koska ongelmana ei koskaan ole ollut riskin pidättämisen puuttuminen. Sitä vastoin ongelmana on ollut, että alullepanijat, järjestäjät ja myös sijoittajat ovat yliarvostaneet kyseiset riskin säilyttämiseksi pidettävät omaisuuserät.¹⁴⁷ Merkittävämpänä uudistuksena voisi tosiasiallisesti pitää arvopaperistamisesta annettavia liiketoimitietoja (ja myös sijoittajien selonottovelvollisuuksia), jotka vaikuttavat joukkolainojen hinnoitteluun, eikä laajalti kuulutettua riskin säilyttämisvaatimusta. Jossakin kirjallisuudessa on esitetty jopa kannanottoja siitä, että riskin säilyttäminen johtaisi tosiasiallisesti huonompaan lopputulokseen järjestelyn riskisyyden kannalta.¹⁴⁸

4.5.2 Riskin pidättämisvaatimus ja olennaisen riskin siirtäminen

Riskin pidättämiseen liittyvä, mutta kuitenkin siitä erillinen osa-alue on riskin siirtymisen tosiasiallinen arviointi (ns. clean break). Tämän myötä EU:n arvopaperistamissääntelyssä on omaksuttu käsite ”merkittävästä riskin siirtämisestä” (significant risk transfer, SRT). SRT:tä ei mainita arvopaperistamisasetuksessa, siihen liittyvissä komission ehdotuksessa eikä EBA:n STS-tulkintalinjoissa. Käsite liittyy vakavaraisuussääntelyyn eli eurooppalaisittain pääosin CRR-asetukseen, joka puolestaan vaikuttaa arvopaperistamisen taustalla olevien luottojen pääoma-vaateisiin. Lyhykäisyydessään voi todeta, kun riskin on katsottu siirtyneen ”merkittävästi” pois, alullepanijan ei tarvitse varata enää näiden vastuiden osalta omaa pääomaa. Riskin siirtämisen arviointia hankaloittaa kuitenkin merkittävässä määrin aiemmin läpikäyty arvopaperistamisessa yleisesti käytetyt lisävakuusjärjestelyt (credit enhancement). EBA on antanut SRT:n arviointia koskevan tarkemman ohjeistuksen.¹⁴⁹

¹⁴⁶ Ks. myös Schwarcz 2018, s. 494, jossa kirjoittaja toteaa “[i]n my experience, the market itself has always mandated risk retention”.

¹⁴⁷ Ibid ja Ks. Bubb –Krishnamurthy 2015 s. 1547, jossa kirjoittajat toteavat Yhdysvaltojen viimeisimmän asuntokuplan osalta “[t]he market determined level of risk retention by securitizers during the recent boom was in fact too high, not too low”. Tällä kirjoittajat viittaavat siihen, että ongelmana ei ole ollut riskin pidättämisen määrä, vaan ongelmana on ollut lähinnä pidätettävien poolien sisältö ja sen yliarvostus, mikä osaltaan johti siihen, että riskiä pidätettiin ”liikaa”, joka osaltaan johti systeemisten riskien realisoitumiseen.

¹⁴⁸ Ks. erityisesti Levitin 2014, s. 816–819 ja 842–844, joka argumentoi riskin pidättämisen luottokorttisaatavien arvopaperistamisen yhteydessä tosiasiallisesti tehtävän järjestelystä riskisempiä ja volatiilimpia aiheutuneen ”rate-jacking’in” johdosta. Kyseessä on toisaalta Yhdysvalloissa omaksuttujen ”skin-in-the-game” säännösten kritiikkiä, mutta voisi sanoa niiden päämekanisminsa mukaisesti olevan vastaavanlaiset Euroopan kanssa.

¹⁴⁹ Ks. EBA 7.7.2014 ‘Guidelines on significant risk transfer (SRT) for securitisation transactions’.

Tarkasteltaessa riskin pidättämistä ja riskin siirtämistä voi ensinnäkin todeta kysymyksessä olevan toistensa vastakohdat, jotka pyrkivät vastaikkaisiin lopputuloksiin. Tämänkaltaisen ristiriitaisuuden esiintyminen arvopaperistamista koskevassa sääntelykehikossa on kuitenkin nähdäkseni täysin perusteltua. Molempien mekanismien legitimi tarkoitus on perusteltavissa siten, että toinen pyrkii insentiivejä yhtenäistämällä luomaan laadukkaita saatavakantoja arvopaperistettavaksi, kun taas toinen tähtää vastuiden pääomavaateiden kytkemiseen – ei näennäisiin vaan –tosiasiallisiin riskeihin.

Kutenkin hankalaan arvottamistehtävään törmätään kysyttäessä, kumpi on tärkeämpää, saatavakantojen laatu vai vakavaraisuussääntelyn kytkeminen tosiasialliseen riskiin? Ongelmaa voisi havainnollistaa siten, että mitä enemmän riskiä pidätetään alullepanijalla (laadukkaampi saatavakanta), sitä kauemmas ajaudutaan ”merkittävän riskin siirtämisen” vaatimuksista. Arvopaperistamisasetuksessa omaksutun vähintään viiden prosentin olennaisen nettomäärän ei vielä voida katsoa vaarantavan merkittävän riskin siirtoa.

Arvioitaessa näiden kahden mekanismin vastakkaisuutta, on syytä tarkastella lyhyesti alullepanijan taustalla olevia motiiveja. Kun muistetaan arvopaperistamisen mahdollisuudet 1) taseen ulkoisesti ja 2) taseen sisäisesti huomataan, että merkittävän riskin siirtäminen puoltaisi enemmän taseen ulkoista käyttöä, kun vastaavasti riskin pidättämisen voisi katsoa puoltavan sisäistä käyttöä. Merkittävän riskin siirtoa koskevat vaatimukset pyrkivät varmistamaan, että alullepanija on tosiasiasa siirtänyt saatavakantaa koskevat riskit pääasiassa sijoittajille (taseen ulkoinen käyttö) ja riskin pidättämisvaatimus edellyttää alullepanijaa pidättämään riskiä, joka käytännössä useasti tapahtuu emissiossa liikkeeseenlaskettavien riskisimpien luokkien (equity tranche) ostamisella (taseen sisäinen käyttö). Riskin pidättämisvaatimus ei ainoastaan nojaa kuitenkaan taseen sisäiseen käyttöön, sillä yhtenäistämällä sijoittajien ja alullepanijan intressejä luottokannan ja luotonannon osalta, sillä voisi argumentoida olevan myös taseen ulkoista käyttöä tukeva vaikutus.

4.5.3 Saatavakannan laatu

Riskin pidättämisvaatimukseen liittyvä vaatimus on, että alullepanijat eivät saa valita erillisyhtiöön siirrettäviä varoja siinä tarkoituksessa, että erillisyhtiöön siirretyt varat olisivat huonosti

suoriutuvampia kuin vastaavat vertailukelpoiset varat.¹⁵⁰ Mikäli esimerkiksi toimivaltainen viranomaisena havaitsee näyttöä siitä, että tätä kieltoa olisi rikottu, toimivaltaisen viranomaisen on tutkittava erillisyhtiöön siirrettyjen varojen ja alullepanijan taseessa olevien vertailukelpoisten varojen kehitys. Jos siirrettyjen varojen kehitys on alullepanijan tarkoituksen johdosta merkittävästi alempi kuin alullepanijan taseessa olevien vertailukelpoisten varojen kehitys, toimivaltaisen viranomaisen on määrättävä edellä käsitelty hallinnollinen seuraamusmaksu.

Tämä yhdistettynä riskin pidättämisvaatimukseen varmistaa sen, että erillisyhtiöön ei voida siirtää ”huonoja” luottoja eli alullepanijan ja sijoittajien insentiivien yhtenäistäminen ei ole vapaaehtoista. EBA on julkaissut tarkemmat tekniset standardit sille, kuinka arvopaperistettavat vastuut tulisi esimerkiksi sattumanvaraisesti valita siirrettäväksi erillisyhtiöön siten, että edellä mainittua kieltoa eri rikota.¹⁵¹ Tämän lisäksi EBA määrittelee esimerkiksi, mitä on pidettävä ”merkittävästi alempana” ja kuinka saavutettu etu tällaisesta rikkomuksesta saavutetaan.

Saatavakannan laatuun liittyy olennaisessa määrin myös alullepanijan luotonmyöntämiskriteerit. Asetuksen mukaan ”arvopaperistettavien vastuiden olisi oltava peräisin alullepanijan tai alkuperäisen luotonantajan tavanomaisesta liiketoiminnasta sellaisten luotonmyöntämiskäytäntöjen mukaisesti, jotka ovat vähintään yhtä tiukat kuin käytännöt, joita alullepanija tai alkuperäinen luotonantaja soveltaa alullepanoajankohtana samankaltaisiin arvopaperistamattomiin vastuisiin”.¹⁵² Luotonmyöntämiskriteereitä on käsitelty edellä jo STS-kriteereitä koskevassa osiossa, joten niitä ei tässä yhteydessä avata enempää.

¹⁵⁰ Ks. arvopaperistamisasetus artikla 6(2). Erillisyhtiöön siirrettyjen varojen tappiot eivät saa liiketoimen elinkaaren aikana tai enintään neljän vuoden aikana, jos liiketoimen elinkaari on pidempi kuin neljä vuotta, mitattuina olla korkeammat kuin alullepanijan taseessa olevien vertailukelpoisten varojen tappiot samalla ajanjaksolla.

¹⁵¹ EBA 31.7.2018 ’ EBA Final Draft Regulatory Technical Standards: Specifying the requirements for originators, sponsors and original lenders relating to risk retention pursuant to Article 6(7) of Regulation (EU) 2017/2402’.

¹⁵² Ks. arvopaperistamisasetus johdantokappale 28.

4.5.4 Uudelleenarvopaperistamisen kieltö

Arvopaperistettava saatavakanta ei saa pääsäännön mukaan sisältää arvopaperistamispositioita.¹⁵³ Uudelleenarvopaperistaminen (*resecuritisation* tai '*CDO of ABS*') on nimensä mukaisesti jo kertaalleen arvopaperistettujen vastuiden uudelleen arvopaperistamista.¹⁵⁴ Uudelleenarvopaperistamisessa arvopaperistamistuotteiden vakuutena toimii yleensä subordinoidut (suuririskisimmät) riskiluokat RMBS-, CMBS-, CDO- tai ABS-transaktioista.¹⁵⁵ Uudelleenarvopaperistamispositiot ovat täten erittäin riskiherkkiä järjestelyitä. Tätä voisi jotenkin havainnollistaa kertomalla tavanomaisen arvopaperistamisen riskit ainakin kahdella. Kun uudelleenarvopaperistamisen vakuuspoolina on jo kertaalleen arvopaperistetut tuotteet, arvopaperistamiseen kuuluvat ennenaikaisen takaisinmaksun-, luotto-, valuutta-, korko- ja likviditeettiriskit ovat ketjuuntuneet. Samoin suoritukset velallisilta kulkevat kahden rakennejärjestelyn läpi, minkä johdosta uudelleenarvopaperistaminen on ikään kuin kaksinkertaisesti altis kassavirran muutoksille.

Uudelleenarvopaperistamisjärjestelyn ”kaksinkertaisen” rakenteen ja erityisen riskialttiuden vuoksi on perusteltua rajata uudelleenarvopaperistamiset pois, kun halutaan parantaa esimerkiksi markkinoiden luottamusta. Uudelleenarvopaperistamisen salliminen ei olisi linjassa arvopaperistamisasetuksen läpinäkyvyyttä ja yksinkertaisuutta lisäävän tavoitteen kanssa. Kuitenkaan kaikkia uudelleenarvopaperistamisia ei ole kielletty, minkä johdosta on syytä esitellä lyhyesti, miksi tämänkaltainen riskialtis ja läpinäkymätön menettely on ylipäättään sallittua.¹⁵⁶ Joukkovelkakirjojen tapaan arvopaperistamistuotteilla on ensimarkkinan lisäksi myös jälkimarkkinat, joilla tuotteilla käydään kauppaa liikkeeseenlaskun jälkeen. Suuririskisimmillä arvopaperistamislukilla (*tranche*) ei välttämättä ole paljon kysyntää ja tästä syystä niistä on vai-

¹⁵³ Ks. arvopaperistamisasetus artikla 8(1).

¹⁵⁴ ks. Schwarcz 2018, s. 486 ja Schwarcz 2012, s. 1285. Schwarcz käyttää uudelleenarvopaperistamisesta nimitystä ”ABS CDO transaction”, jolla hän viittaa nimenomaan suuresti ’leveroituihin’ arvopaperistamisjärjestelyihin.

¹⁵⁵ Ks. EBA 2018 (31) s. 9, “[t]his is a lesson learnt from the financial crisis, when resecuritisations were structured into highly leveraged structures in which notes of lower credit quality could be re-packaged and credit enhanced, resulting in transactions whereby small changes in the credit performance of the underlying assets had severe impacts on the credit quality of the resecuritisation bonds”.

¹⁵⁶ Kielto ei ole täysin ehdoton, vaan siitä voidaan poiketa mm. ”laillisen tarkoituksen” johdosta sekä osana täysin tuettuja ABCP-järjestelyjä. Uudelleenarvopaperistaminen olisi sallittava ainoastaan erityistapauksissa. Laillisiksi tarkoituksiksi voidaan mieltää esimerkiksi likvidiaation (realisoinnin) helpottaminen, likviditeetin saaminen elin-kelpoisuuden varmistamiseksi tai järjestämättömien vastuiden osalta sijoittajien etujen turvaaminen. Ks. arvopaperistamisasetus johdantokappale 8 ja artikla 8(3).

kea irtautua. Uudelleenarvopaperistaminen tarjoaa myös alempiin riskiluokkiin sijoittavalle taholle likviditeetin lähteen sekä keinon esimerkiksi irtautua sijoituksesta ennen kuin tuote lopullisesti eräännyisi.

4.5.5 Sijoittajakunnan rajoittaminen

Arvopaperistamisasetus rajoittaa sitä, kenelle arvopaperistettavia vastuita saadaan myydä. Arvopaperistamispositioiden myyjä ei saa myydä tällaista positiota yksityisasiakkaalle, elleivät tietyt asetuksessa tarkemmin mainitut edellytykset täyty ja tällöinkin tiettyjen euromääräisten rajojen sisällä.¹⁵⁷ Alun perin arvopaperistamisasetuksen neuvotteluvaiheessa, ECON oli ehdottanut arvopaperistamistuotteiden myyntiä ainoastaan tietyille erikseen säädetyille toimijoille, jättäen esimerkiksi varjopankkisektorin (mm. investointipankit) ulkopuolelle. Voisi pitää hyvänä asiana, että ehdotus ei tällaisena lopulliseen asetustekstiin päätenyt, sillä se olisi pienentänyt sijoittajakuntaa ja heikentänyt välillisesti arvopaperistamismarkkinan elvyttämistavoitetta.¹⁵⁸

Rajoituksen noudattamisessa herää kysymys, kuinka myyjän (erillisyhtiön) tulisi identifioida ostaja jälkimarkkinoilla, mikäli arvopaperistamispositioiden on otettu julkisen kaupankäynnin kohteeksi? OTC-kaupoissa (over-the-counter) ostaja on helppo tunnistaa toisin kuin pörssin kautta tapahtuvassa kaupankäynnissä, jossa myyjä ei tietävästi pysty asettamaan ostajan profiilia tietynlaiseksi. Esimerkiksi Kasteleinin mukaan ei ole täysin selvää, kuinka tätä vaatimusta tulisi noudattaa etenkin jälkimarkkinoilla. Toisaalta yksityissijoittajat tuskin osallistuvat arvopaperistamistuotteilla tapahtuvaan kaupankäyntiin, joten tältä osin säännöksen käytännön relevanssi on vähäinen.¹⁵⁹ Uskoakseni säännöksen ratio on taustoitettava sijoittajiensuojaan liittyvän sääntelyn (esim. MIFID II) kanssa, joskin asetuksentasolla määritelty sijoitussalkun (enimmäis)allokointi on kummallista.¹⁶⁰

¹⁵⁷ Ks. arvopaperistamisasetus artikla 3(1). Vaatimukset koskevat pitkälti yksityissijoittajalle tehtäviä soveltuvuustestejä. Hieman poikkeuksellinen valinta artiklan 2. kohdan mukaisesti on rajoittaa yksityissijoittajan arvopaperistamispositioiden sijoittamista suhteessa rahoitusvälinesalkun kokonaisarvoon (enintään 10 prosenttia salkun arvosta). Lähtökohtaisesti sijoittajalla on kuitenkin täysi valtuutus päättää sijoituskohteiden allokoinnista omassa salkussaan, mutta arvopaperistamispositioiden ollessa kyseessä, asetus määrittää tälle enimmäisrajan.

¹⁵⁸ Ks. Kastelein 2018, s. 475 "luckily, this proposal has not made it in the final text".

¹⁵⁹ Ks. COM(2015) 472 final. s. 12 ja s. 2. Arvopaperistamistuotteet "eivät sovi yksityissijoittajille niiden riskien tason ja luontaisen monimutkaisuuden vuoksi". Arvopaperistamismarkkinoita ei ole tarkoitettu yksityissijoittajille. Ks. myös Kastelein 2018, s. 475.

¹⁶⁰ Ks. alav. 157 edellä.

4.5.6 Institutionaalisten sijoittajien asianmukainen huolellisuus

Aiemmin sijoittajien asianmukaista huolellisuutta koskevat säännöt (due diligence) sisältyivät vakavaraisuusasetukseen, Solvenssi II -asetukseen sekä vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia koskevaan asetukseen. Näiden säädöspohjien säännöt, jotka koskivat sijoittajien huolellisuusvelvoitteita kumottiin ja korvattiin arvopaperistamisasetuksen 5 artiklalla.

Asetuksen artiklan 5 listaus on melko pitkä, eikä ole tarkoituksenmukaista käydä sitä tässä yksityiskohtaisesti läpi. Tiivistetysti voidaan esittää, että sijoittajan on varmistettava arvopaperistettavan saatavakannan muodostuvan 1) hyvin perusteltujen ja tarkasti määriteltyjen kriteerien perusteella (mikäli alullepanija ei ole EU:n luottolaitos tai sijoitusyhteisö), 2) alullepanija tai järjestäjä pidättää jatkuvasti vähintään viiden prosentin olennaisen nettomääräisen osuuden emissiosta ja 3) sijoittaja ymmärtää järjestelyyn liittyvät riskit. Järjestelyn riskien ymmärtäminen sisältää vaatimuksen kehittää melko monimutkaiset kirjalliset menettelyt, joilla voi monitoroida arvopaperistamisposition perustana olevien vastuiden kehitystä.¹⁶¹ Sijoittajan on pystyttävä pyynnöstä osoittamaan toimivaltaisille viranomaisilleen, että sillä on kattava ja syvävälinen käsitys arvopaperistamispositiosta.

Yleisesti on uskottu, että sijoittajien suuret tappiot finanssikriisin yhteydessä johtuivat osaksi arvopaperistamismarkkinan ja sijoittajien vahvasta kytkennästä ulkoisiin luottoluokituksiin. Ilmiötä voidaan kutsua niin sanotuksi feeding-frenzy -ilmapiiriksi.¹⁶² Tämän kääntöpuolena ovat olleet ulkoisista luottoluokituksista erillään pidettävät sijoittajien huonot omat selonottokäytännöt.¹⁶³ Tämän johdosta otettiin merkittävä sääntelyllinen uudistusaskel (credit rating reform) ja

¹⁶¹ Ks. arvopaperistamisasetus artikla 5(4) a–f. Jotta selonottovelvollisuuden kritiikkiä olisi mielekästä esittää, esimerkkinä ”asianmukaisesta kirjallisesta menettelystä” mainittakoon arvopaperistamisen ja sen kohteena olevien vastuiden osalta asetus edellyttää ”kyseisiin kirjallisiin menettelyihin on tarvittaessa sisällyttävä vastuutyypin valvonta, eräntyneinä yli 30, 60 ja 90 päivää olleiden lainojen prosenttiosuus, maksukyvyttömyysasteet, ennakkomaksuasteet, ulosmittauksessa olevat lainat, takaisinperintäasteet, takaisinostot, lainojen muutokset, maksuvapaat kaudet, vakuuksien tyypit ja hallinta, sekä arvopaperistamisen kohteena olevien vastuiden luottopisteytyksen tai muiden luottokelpoisuusmittareiden mukainen frekvenssijakauma, toimialoittainen tai maantieteellinen hajaantuneisuus, luototusasteen frekvenssijakauma soveltaen luokkarajoja, jotka helpottavat riittävää herkkyyksianalyysiä”.

¹⁶² Ks. Arif 2017, s. 6 alav. 11 ja Schwarcz 2016, s. 129 silloisen Moody’sin pääjohtajan Paul Stevensonin lainaus “[w]hen everybody wants to securitize, and everyone is willing to buy, and everyone thinks nothing will go wrong, there gets to be a feeding-frenzy atmosphere”.

¹⁶³ Ks. esim. Orkun 2013, s. 13.

sen tuloksena ovat esimerkiksi sijoittajien kiristyneet selonottovelvollisuudet. Basel III -kehikon ja EU:n vakavaraisuusasetuksen mukaan sijoittajat, jotka eivät noudata asetettuja huolellisuusvelvoitteita, saavat ikään kuin rangaistuksena suuremmat riskipainot.¹⁶⁴

Selonottovelvollisuuksia voidaan kuitenkin kritisoida siitä, että ne ovat hyvinkin mittavat. Ensiksi, tämä voi osaltaan karkottaa potentiaalisia sijoittajia pois arvopaperistamismarkkinalta, kun otetaan huomioon, että vastaavanlaisia vaatimuksia ei aseteta katetuille joukkolainoille tai vakuudettomille joukkolainoille.¹⁶⁵ Toiseksi, sijoittajille asetetut vaatimukset koskevat sekä ensimarkkinaa että jälkimarkkinaa. Voisi ajatella, kun yksi on jo tarkistanut ensimarkkinalla järjestelyn ja täten täyttänyt asianmukaisen huolellisuuden, ei jälkimarkkinalla vaatimusten tarvitsisi olla enää niin suuret. Asetus ei kuitenkaan helpota vaatimuksia jälkimarkkinalla. Sijoittajilla, etenkin institutionaalisilla sijoittajilla, on jo luonnostaan intressi ottaa sijoituskohteesta asianmukaisesti selvää ennen sijoituspäätöksen tekemistä.¹⁶⁶ Uskoisin myös organisatoristen vastuukysymysten edellyttävän tämänkaltaista asianmukaista huolellisuutta. Täysin aiheellinen kysymys onkin, onko asianmukaisten huolellisuusvaatimusten osalta menty liian pitkälle, etenkin kun otetaan CMU:n päätavoitteet huomioon?¹⁶⁷ Sanottakoon kuitenkin, että lopputulema olisi voinut olla myös huonompi.¹⁶⁸

5 ARVOPAPERISTAMISEN TASEEN SISÄINEN KÄYTTÖ

Arvopaperistamisen taseen sisäinen käyttö jakautuu periaatteessa kahteen mahdollisuuteen. Arvopaperistamistuotteita voidaan käyttää vakuutena reporahoituksessa (pankkien välisessä va-

¹⁶⁴ Ks. vakavaraisuusasetus artikla 407.

¹⁶⁵ Tässä yhteydessä ei ole tarkoitus esittää, etteikö institutionaalisia sijoittajia koskeva erityissääntely velvoittaisi yleisesti ottaen asianmukaiseen huolellisuuteen sijoituskohteita valittaessa. Kuitenkin muiden tuotteiden osalta ei ole samankaltaista erityissääntelyä EU:ssa kuten arvopaperistamistuotteiden osalta.

¹⁶⁶ Ks. esim. Schwarcz 2018, s. 496, joka toteaa “in my experience, the required due diligence is similar to what investor, or other parties (such as trustees), normally perform in securitization transactions. To that extent, these [...] could be viewed as paternalistic and unnecessary”.

¹⁶⁷ Erityisesti valitun tiukan linjan huolellisuusvaatimusten osalta voisi katsoa disinsentisoivan pienempiä tai keskisuuria pankkeja sijoittaa näihin arvopaperistamistuotteisiin tai ylipäätään vähentää halukkuutta toimia alullepanijana. Joosen –Lieverse 2018, s. 463.

¹⁶⁸ Ks. Kastelein 2018, s. 476. Euroopan parlamentti alun perin vaati osana neuvotteluasemaansa tiettyjä sijoittajia arvopaperistamisessa ilmoittamaan toimivaltaiselle valvontaviranomaiselle sen tosiasiallisen edunsaajan, mukaan lukien perustamisvaltion ja toimialan. Tämänkaltaisen vaatimus olisi luonnollisesti melko ylitsepääsemätön rekisteröinnin nojautuvan Euroopassa pääasiassa hallintarekisterimuotoihin ja yleensäkin tosiasiallisen edunsaajan ilmoittamisen ollessa melko työläs prosessi.

kuudellisessa rahoituksessa) sekä keskuspankkirahoituksessa. Molemmat ovat pankeille tärkeitä likviditeetin lähteitä. Kuitenkin puhuttaessa päinvastaisesta puolesta, taseen ulkoisesta käytöstä eli joukkolainojen myynnistä ulkopuolisille sijoittajille ja sijoittajan ollessa myös pankki, voidaan huomata jatkumo siitä, että ulkoisesta käytöstä tulee periaatteessa sisäistä käyttöä. Kun pankki sijoitusmielessä ostaa arvopaperistamistuotteita, ne tulevat pankin taseen sisälle, jolloin niihin pätevät esimerkiksi samat vakavaraisuusvaatimukset, kuin alullepanijan ”pidättäessä” samat tuotteet.

Arvopaperistamista koskevan sääntelyn arvioiminen suhteessa talouskasvun tavoitteisiin edellyttää taseen sisäisen käytön avaamista, jota seuraavaksi pyrin todistamaan. Taseen sisäistä käyttöä ei voida ottaa annettuna, koska arvopaperistamisasetus ei tätä mainitse ja se tuntuu usein tutkimuksissa ja kirjallisuudessa jäävän joko mainitsematta tai vain lyhyen maininnan varaan. Yhdysvaltalaisen arvopaperistamisen ominaispiirre on omaisuusvakuudellisten joukkolainojen (ABS) myyminen sijoittajille, minkä voidaan katsoakseni selittävän taseen sisäisen käytön jäämisen vähemmälle huomiolle.

5.1 Reporahoitus pankkien rahoituksen lähteenä

Ymmärtääkseen arvopaperistamisen sisäistä käyttöä, on tärkeää esitellä pankeille keskeistä rahoituksen lähdettä, repomarkkinaa. Repomarkkinalla on liitانتä arvopaperistamistuotteisiin ja katettuihin joukkolainoihin esimerkiksi sen kautta, että näitä tuotteita käytetään reposopimusten vakuutena. Liitانتä toimii myös toiseen suuntaan eli arvopaperistaminen voidaan esimerkiksi rahoittaa repomarkkinoilla. Reporahoitus ei ole pankille yleensä pitkäaikainen rahoituksen lähde, vaan ainoastaan lyhytaikainen likviditeetin lähde.

Takaisinostosopimus (repurchase agreement, repo) tarkoittaa esimerkiksi pankin ja vastapuolen välistä sopimusta ostaa tiettyjä arvopapereita toiselta osapuolelta, joka on velvollinen myymään ne tiettyinä ajankohtana takaisin.¹⁶⁹ Reporahoitus muistuttaa käytännössä suoraa lainarahoitusta, eikä vastuiden tilinpäätöskäsittelyssä arvopaperitkaan siirry ostajan ja myyjän välillä.

¹⁶⁹ Ks. ICMA 2019, s. 3. Takaisinostosopimus on verrattavissa futuurisopimukseen, joskin futuurit ovat yleensä käteisselvitettäviä, joten niissä liikkuu puolin ja toisin ainoastaan osto- ja myyntihinnan erotus. Futuuri eroaa puolestaan optiosta siten, että sen toteuttaminen ei ole vapaaehtoista. Option ostajalla on aina oikeus päättää, toteuttaako se option vai ei.

Osto- ja myyntihinnan välinen erotus voidaan mieltää koroksi. Repo-rahoitus on yksi keskuspankkien käytettävissä olevista keinoista toteuttaa rahapoliittisia operaatioita, kuten elvyttää markkinoita.¹⁷⁰

Ainakin nopeasti tarkasteltuna takaisinostosopimus muistuttaa suomalaiselle esineoikeudelle ominaista vakuusluovutusta. Takaisinostosopimuksen vakuuselementti on kytketty omistusoikeudella tapahtuvaan siirtoon myyjältä ostajalle ja takaisin. Vakuusluovutuksen seuraus esineoikeudellisessa kontekstissa on se, että vakuusluovutus ei luovuttajan mahdollisessa maksukyvyttömyystilanteessa olisi ainakaan Suomen oikeusjärjestyksessä sivullisittova. Uskoakseni ainakin rahoitusvakuuslain voimaantulon myötä arvopaperiperusteinen (vakuudellinen) rahoitus on sivullisittovaa, sen vakuusluovutuselementistä huolimatta.¹⁷¹

Pankkien väliset rahoitusmarkkinat jakautuvat vakuudettomaan ja vakuudelliseen markkinaan. Vakuudellinen markkina on käytännössä edellä mainittu repomarkkina. Vakuudettoman markkinan koko on viimevuosina laskenut ja vastaavasti repomarkkinan koko on kasvanut. Koska vakuuden käyttämisen yhtenä seurauksena rahoituksessa on rahoituksen hinnan laskeminen, voisi kuvitella pankin osallistuvan vakuudettomille markkinoille ainoastaan silloin, kun sen vakuudet on jo käytetty. Ranskan keskuspankin empiirinen tutkimus kuitenkin osoitti, että näin ei tosiasiassa ole. Pankit ovat tutkimuksen mukaan aktiivisia molemmilla markkinoilla, siitä huolimatta, että pankilla olisi vakuuksia repomarkkinalla käytettäväksi.¹⁷²

5.1.1 Reporahoitus Euroopassa ja Yhdysvalloissa

Tässä yhteydessä täytyy huomauttaa, että puhuttaessa reporahoituksesta Yhdysvaltojen ja Euroopan repomarkkinat eroavat merkittävästi toisistaan. Yhdysvaltojen repomarkkinat ovat pääsääntöisesti kolmikantaisia (*tri-party*), jolloin vakuuksien valinta, hallinnointi (*collateral management*) ja kaupanselvitys on ulkoistettu erilliselle agentille. Euroopassa ainoastaan noin 10

¹⁷⁰ Lokakuussa 2019 Yhdysvaltojen yhden yön ylinen (secured overnight funding rate, SOFR) repokorko nousi räjähdysmäisesti 2,2 prosentista jopa 10 prosenttiin. Syytä repokoron äkilliseen nousuun ei tiedetä. Repokorko saatiin kuitenkin takaisin alkuperäiselle tasolle, kun keskuspankki tarjosi repomarkkinoille likviditeettiä satojen miljardien dollarien edestä. Ks. Avalos – Ehlers – Eren, BIS 2019.

¹⁷¹ Ks. rahoitusvakuuslaki 4.2 §.

¹⁷² Ks. Piquard – Salakhova, s. 6–9.

prosenttia repomarkkinasta on ns. kolmikantaisia kauppvoja.¹⁷³ Euroopan reposopimukset on yleensä välitetty keskusvastapuolen kautta automaattisella kaupankäyntialustalla.¹⁷⁴

Reposopimusten vakuudet myydään Euroopassa aidolla kaupalla. Yhdysvalloissa omistuksen-siirto on monimutkaisempi prosessi, eikä se nojaa yksinään omistusoikeuden siirtymiseen.¹⁷⁵ ACME:n mukaan Euroopan repomarkkinan koko on suurempi, arviolta noin 7 000 miljardia euroa. Yhdysvaltojen repomarkkinan koko on noin 4 000 miljardia dollaria. On arvioitu, että maailmanlaajuisen repomarkkinan koko voi ylittää jopa 15 000 miljardia euroa, josta päivittäin uusiutuvien reposopimusten arvo olisi 3 000 miljardia.¹⁷⁶

Yhdysvaltojen repomarkkinalla on keskimäärin ollut lyhyempi maturiteetti kuin Euroopan repomarkkinalla. Yhdysvalloissa myös reporahoituksella on suurempi osuus markkinoille tärkeimpien pankkien taseista. Yhdysvalloissa repo on pääsääntöisesti yhden yön pituinen (overnight), kun taas Euroopassa yhden yön reposopimusten määrä kaikista reposopimuksista on ollut 15–25 prosentin väliltä. Euroopan keskuspankki on arvioinut, että Euroopan yliyön reposopimuksista 75 prosenttia on uusiutuvia.¹⁷⁷

Repo-rahoituksen yleisin vakuus Euroopassa tilastojen mukaan on valtioiden joukkolainat. Esimerkiksi ICMA on arvioinut valtioiden joukkolainojen muodostavan 80 prosenttia kaikesta reporahoituksen vakuusmassasta. Muu käytetty vakuusmassa voi olla yritysluottoja, osakkeita, katettuja joukkolainoja, MBS:ejä, ABS:ejä tai tavallisia pankkilainoja. Yhdysvalloissa valtioiden joukkolainat ovat noin kaksi kolmasosaa kaikista käytettävissä olevista vakuuslajeista. Yhdysvalloissa loput eli noin 33 prosenttia on valtion takaamia luottoja tai kiinnitysvakuudellisia arvopapereita (MBS).¹⁷⁸

Repokäytännössä on kehittynyt niin sanottuja yleisiä vakuuksia (*general collateral*). Yleinen vakuus on arvopapereiden kori, joka pitää sisällään korkealaatuisia arvopapereita. Voidaan puhua myös niin sanotusta sammiojärjestelmästä, jossa tietyt kootut arvopaperit ovat vakuutena vastapuolelta hankituille luotoille. Tämän vastakohta on niin sanottu korvamerkintäjärjestelmä,

¹⁷³ ICMA 2019, s. 17.

¹⁷⁴ Ks. Ferrari – Guagliano – Mazzacurati 2017, s. 6–8.

¹⁷⁵ Wolski – van de Leur 2016, s. 6–7.

¹⁷⁶ ICMA 2019, s. 10.

¹⁷⁷ Ibid s. 12. Yhden yön reposopimukset perustuvat siihen oletukseen, että ne uusitaan joka päivä uudelleen, niin kauan, kun tarve vaatii. Repojärjestelyssä arvopapereiden myyjällä on riski siitä, että rahoitusta ei uusita.

¹⁷⁸ Ks. Ibid, s. 10–11.

jossa yksittäiset arvopaperit ovat luoton vakuutena.¹⁷⁹ Yleensä arvopapereiden korit muodostuvat valtioiden tai julkisyhteisöjen joukkolainoista. Repotransaktiossa myyjällä (lainaajalla) on oikeus vaihtaa yleisiä vakuuksia.¹⁸⁰

5.1.2 Reporahoituksen ja arvopaperistamisen suhde

Kuten aiemmin esitettiin, arvopaperistamistuotteita on mahdollista käyttää muuhun tarkoitukseen kuin pelkästään myydä ne sijoittajille. AFME:n tutkimusten mukaan Euroopassa yli puolet arvopaperistamistuotteista pidetään pankin omassa taseessa (retained issuance).¹⁸¹ Tämänkaltaisen lukema luo olettaman siitä, että arvopaperistamistuotteita hyödynnetään suuremmassa mittakaavassa jollakin muulla tavalla kuin myymällä niitä sijoittajille. Sitä, miksi käydä läpi niin monimutkainen ja raskas arvopaperistamisprosessi vain päätyäkseen taseen sisälle järjestyksen taustalla olevien luottojen tapaan, ei tässä yhteydessä avata enempää. Arvopaperistamisia on taseen sisäisesti hyödynnetty vakuusmarkkinoilla.

Gorton ja Metrick ovat kirjoittaneet reporahoituksen ja arvopaperistamisen välisestä vuorovaikutuksesta sekä repomarkkinoiden merkityksestä finanssikriisissä. He lanseeraavat kirjoituksissaan termin ”*securitized banking*” luonnehtiakseen pankkitoiminnan muutosta, jossa arvopaperistamisella on tärkeä rooli rahoituksen välityksen keinona sekä vakuuksien lähteenä reporahoitukselle.¹⁸² Gortonin ja Metrickin kirjoitus antaa sellaisen kuvan, että suuri osa reporahoituksen vakuusmassasta olisi arvopaperistamistuotteita. Kuten edellä ICMA:n tilastoista huomattiin, näin ei tosiasiaassa ole. Arvopaperistamistuotteita käytetään toki reporahoituksessa vakuutena, mutta ainoastaan vähäisessä määrin.

Gortonin ja Metrickin tilastoja ja väitteitä reporahoituksen vakuuksista on kritisoitu. Esimerkiksi ICMA väittää Gortonin ja Metrickin olettaneen väärin perustein, että reporahoituksessa käytettävät vakuudet olisivat varsin usein arvopaperistettuja vastuita.¹⁸³ Myös Krishnamurthy ja muut ovat kritisoineet Gortonin ja Metrickin päätelmiä ja väittäneet tilastoja hyödyntämällä, että ainoastaan pieni osa reporahoituksen vakuutena käytettävästä massasta olisi finanssikriisin

¹⁷⁹ Suomen Pankin vakuuksien hallinta perustuu pääsääntöisesti sammioon, jossa kaikkia Suomen Pankin hyväksi pantattuja vakuuksia voidaan käyttää sekä rahapoliittisten luottojen että päivänsisäisen luoton vakuuksina. HE 133/2003 vp s. 8.

¹⁸⁰ ICMA 2019, s. 12.

¹⁸¹ AFME 2018, s. 17.

¹⁸² Gorton – Metrick 2012, s. 425–426.

¹⁸³ Ks. ICMA 2019, s. 44.

yhteydessä ollut arvopaperistamispositioita.¹⁸⁴ On siis hyvin todennäköistä, että arvopaperistamisen ja reporahoituksen välinen yhteys on ehkä ollut finanssikriisissä vähäisempi kuin yleinen käsitys on antanut olettaa.

On syytä huomauttaa, että Gorton ja Metrick ovat hiljattain vastanneet kritiikkiin, jota heidän väitöksiään kohtaan on esitetty.¹⁸⁵ Ottamatta enempää kantaa arvopaperistamisen ja repomarkkinoiden yhteyteen vuosien 2007–2009 finanssikriisissä, voitaneen kuitenkin väittää, että reporahoituksen vakuutena ei ainakaan tällä hetkellä käytetä pääsääntöisesti arvopaperistamispositioita. Tämän virheellisen oletuksen voisi katsoa olevan yksi syy arvopaperistamistuotteiden syrjivään vakavaraisuuskohteluun.¹⁸⁶ Repomarkkinat kokivat finanssikriisissä laajemman markkinashokin, joka vaikutti kaikkiin reporahoituksessa käytettäviin vakuuksiin eikä vain arvopaperistamistuotteisiin. Tätä vastoin, keskuspankkirahoituksessa arvopaperistamispositioiden rooli on merkittävää, ja sitä tarkastellaan seuraavaksi.

5.2 Keskuspankkirahoitus ja vakuuskäytännöt

5.2.1 Vakuudet keskuspankkirahoituksessa

Eurojärjestelmän keskuspankeilla tulee olla luotonannossaan riittävät vakuudet. Tämä perustuu Euroopan keskuspankkijärjestelmän ja Euroopan keskuspankin (EKP) perussääntöön. Euroopan keskuspankki määrittelee muun muassa sen, mitkä ovat käyttökelpoisia vakuuksia keskuspankkiluotonannossa (*eligible collateral*) ja ylläpitää tilastoja keskuspankkirahoituksessa käytetyistä vakuuksista.¹⁸⁷

Luonnollisesti EKP:n vakuuskriteereillä on suora liityntä vakuutena olevien omaisuuslajien kysyntään ja sen kautta myös niiden hintaan.¹⁸⁸ Markkinatoimijoiden keskuudessa on myös viitteitä siitä, että institutionaaliset sijoittajat pitävät keskuspankkirahoituksessa käyttökelpoisia

¹⁸⁴ Ks. Krishnamurthy – Nagel – Orlov 2014, s. 2385, jossa kirjoittajat toteavat “[o]nly a small portion of the outstanding amount of mortgage- and asset-backed securities created in the private sector (private-label ABS) is used as collateral in repo funding”.

¹⁸⁵ Ks. Gorton – Laarits – Metrick (2019).

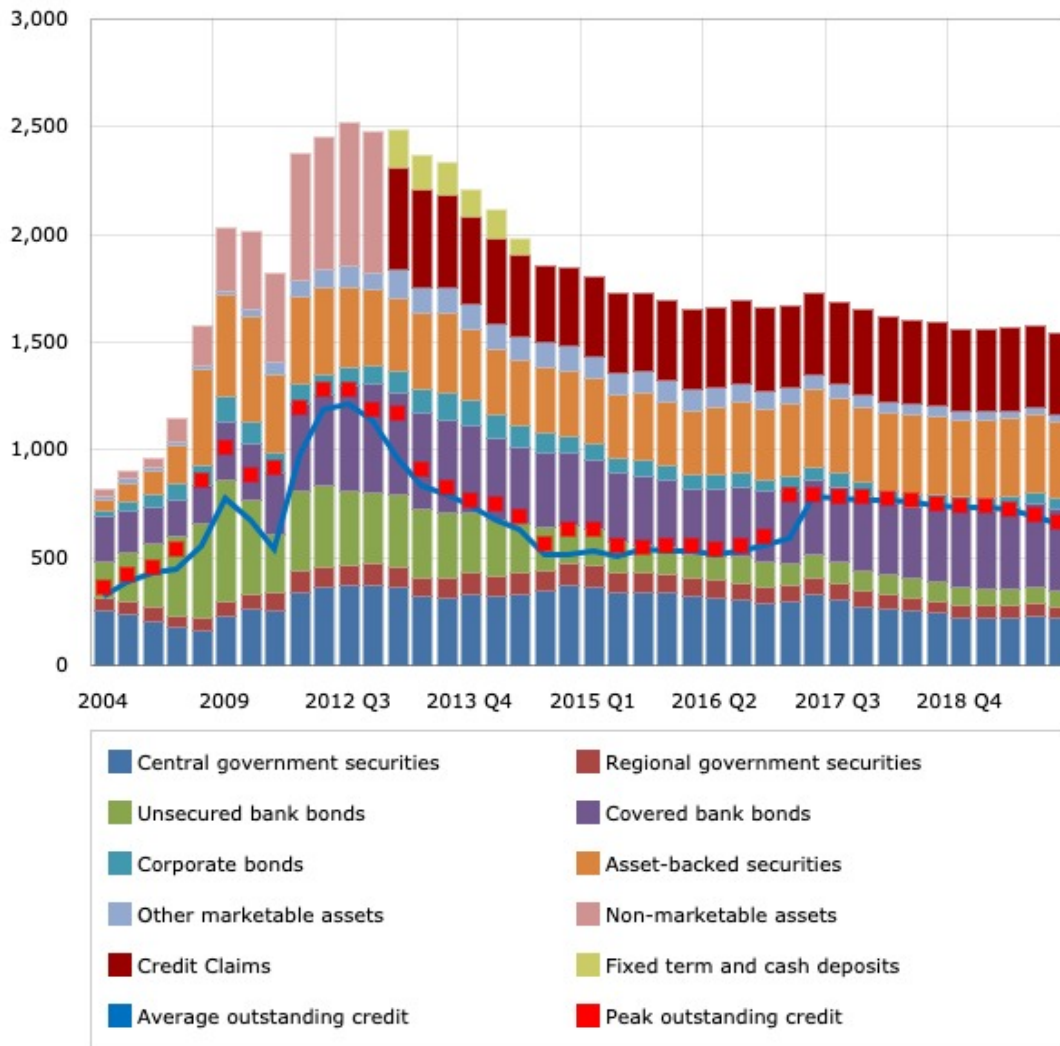
¹⁸⁶ Arvopaperistamisen vakavaraisuusääntelystä keskustellaan enemmän omassa jaksossaan.

¹⁸⁷ Ks. ECB, 'Eurosystem Collateral Data'. Viitattu 31.3.2020.

¹⁸⁸ Tammikuussa 2011 EKP nosti ABS:ien leikkaustasoja 12 prosentista 16 prosenttiin. Yleisesti ottaen keskuspankit kiristävät arvopaperistamispositioiden kelpoisuutta keskuspankkivakuuksissa, mikä voi ohjata pankkeja pidättäytymään arvopaperistamisista. Ks. Blommestein – Keskinler – Lucas 2011, s. 10, jossa kirjoittajat toteavat

vakuuksia laadun vertailukuvana.¹⁸⁹ Institutionaalisten sijoittajien asettamat odotukset luovat pankeille insentiivin luoda sellaisia vakuuksia (esimerkiksi arvopaperistamalla), jotka ovat keskuspankkikelpoisia. EKP määrittelee myös eri vakuuslajien leikkaustasot (*haircut*), jolla voidaan vertailla esimerkiksi vakuuksien arvoa (laatua) uudelleenrahoituksessa. Leikkaustasoilla on suuri vaikutus vakuuksien käyttöön rahoituksessa.

Kuvio 1. Vakuuksien käyttö keskuspankkirahoituksessa



MRD euroa. Vakuudet arvostamisen ja leikkausten (*haircut*) jälkeen.

Lähde: Euroopan keskuspankki.

“[t]he general tightening in collateral eligibility criteria may further deter banks from investing in securitised products in order to generate liquidity”.

¹⁸⁹ Ks. Corradin – Heider – Hoerova 2017, s. 28, jotka kirjoittavat “[t]here is also some evidence from discussions with market participants that institutional investors use assets ’central bank eligibility’ as a broad quality benchmark”.

EKP:n kaavion mukaan esimerkiksi vuoden 2019 viimeisen neljänneksen (Q4) keskuspankkirahoituksen vakuutena on käytetty valtion arvopapereita 215,0; aluehallinnollisia arvopapereita 54,3; vakuudettomia joukkolainoja 77,4; katettuja joukkolainoja 379,5; yrityslainoja 51,7 ja ABS:eja 352,8 miljardin euron edestä (leikkaustasojen jälkeen).¹⁹⁰

5.2.2 Arvopaperimuotoiset asuntoluotot rahoituksen vakuutena

EKP:n tilastot osoittavat, että omaisuusvakuudelliset arvopaperit (ABS) ja katetut joukkolainat (CB) muodostavat merkittävän osan kaikesta keskuspankkirahoituksessa vakuutena käytettävistä vakuusmassasta. ABS:ia ja katettuja joukkolainoja voidaan pitää olennaisessa määrin saman tyyppisinä tuotteina ja niiden mekanismi on osittain sama, joten niitä voidaan rinnastaa arvopaperistamistuotteisiin tässä yhteydessä. ABS-vakuudet olivat noin 22 prosenttia ja katetut joukkolainat noin 25 prosenttia kaikista keskuspankkirahoituksessa käytettävistä vakuuksista. Yhteensä ne muodostavat noin 47 prosenttia kaikista käytetyistä vakuuksista (leikkaustasojen jälkeenkin).

Tilastot herättävät kysymyksiä. Miksi EKP:n tilastoissa ABS:ien osuus vakuusmassasta on varsin suuri, kun vastaavasti ICMA:n raporteissa ABS:ien osuus reporahoituksessa käytettävistä vakuuksista on pieni? Tässä yhteydessä 'ABS' mielletään laajana käsitteenä, ja siihen sisällytetään kaikki arvopaperistamistuotteet kuten MBS:t.

Jo johdannossa viittasin siihen, että keskuspankkien yksi kanava harjoittaa aktiivista rahapolitiikkaa on toimia pankkien kautta repomarkkinoiden välityksellä. Tämä ei ole välttämätöntä, sillä keskuspankki voi lähteä myös suoraan markkinoille ohittaen pankit, mikä hämärtää perinteisiä kanavia välittää rahoitusta. Vertailtaessa Euroopan kaikkien reposopimusten ja keskuspankkirahoituksen vakuuksia keskenään voidaan tehdä sellainen johtopäätös, että Euroopan keskuspankkirahoituksessa arvopaperistamispositioilla on paljon merkittävämpi rooli, kuin pankkien välisessä (*interbank*) rahoituksessa repomarkkinoilla.

¹⁹⁰ ECB, 'Eurosysteem Collateral Data'. Saatavilla: <https://www.ecb.europa.eu/paym/coll/charts/html/index.en.html>. Viitattu 31.3.2020.

Todettakoon, että EKP:n keskuspankkirahoituksen vakuuksina käytettäviä ABS:eja ei ole jaoteltu omiin alainstrumentteihin, joten tarkkaa osuutta siitä, mikä osuus keskuspankkirahoituksesta on esimerkiksi kiinteistö- tai asuntovakuudellisten arvopapereiden muodossa, ei näiden tilastojen perusteella kyetä osoittamaan. Kuitenkin, kun asuntoluottojen arvopaperistaminen muodostaa tunnetusti ylivoimaisesti suurimman transaktiolajin kaikista arvopaperistamistransaktioista Euroopassa, on tämän osalta pääteltävissä RMBS:t tai MBS:t suurimmaksi osuudeksi keskuspankkirahoituksen ABS-vakuuksien alalajina.¹⁹¹ Täten esimerkiksi arvopaperistetuilla asuntoluotoilla on suuri merkitys kansainvälisesti ja Euroopan sisäisesti rahoituksessa käytettävissä vakuuksissa.

Melkein puolet keskuspankkirahoituksen vakuuksista muodostui ABS-instrumenteista ja kate-tuista joukkolainoista. Vuonna 2017 Euroopassa liikkeelle laskettiin katettuja joukkolainoja n. 390 miljardia ja ABS:eja n. 230 miljardia euroa.¹⁹² Keskuspankkirahoituksessa on käytetty viime vuosina arvioni mukaan siis noin kahden vuoden liikkeeseenlaskukapasiteettia kyseisissä instrumenteissa. Arvopaperistamisinstrumentit ja katetut joukkolainat ovat siis pidätettyinä (retained) hyvin hyödynnettyjä, eivätkä suinkaan loju taseessa turhan panttina.

Edellä mainitut lukemat antavat myös olettaa, että arvopaperistamistuotteita luotaisiin yksin-omaan vakuustarkoitukseen. Mikäli näin on, arvopaperistamiseen liittyvää sääntelykehikkoa on saatettu lähteä rakentamaan väärällä oletuksella taseen ulkoisena järjestelynä. Tässä yhteydessä on syytä korostaa, että ABS-instrumenttien ja katettujen joukkolainojen säilyessä alullepanijan taseessa, kohteluun vaikuttaa olennaisella tavalla vakavaraisuussääntely. Kuitenkin huomataan myös, että lisäksi keskuspankkien vakuuskäytännöillä on tosiasiaa suuri merkitys kyseisten instrumenttien kysyntään vakuusmarkkinoilla. Keskuspankkien vakuuskäytäntöjen muuttamista ei tietääkseni ole esitetty aiemmin yhtenä arvopaperistamismarkkinan elvyttämisen ja täten reaalitalouden tukemisen keinoina.

¹⁹¹ JP Morgan Research, Concept ABS 2019. RMBS:t muodostavat noin 65 prosenttia kaikista arvopaperistamisista Euroopassa.

¹⁹² Ks. AFME 2018 s. 18. Lähteet: AFME, ECBC, ECB, BoE ja muut Euroopan keskuspankit.

6 ARVOPAPERISTAMISEN VAKAVARAISUUSSÄÄNTELY

6.1 Vakavaraisuussäätely pankkien ohjauskeinona

Pankkeja ohjataan pitkälti vakavaraisuus- ja likviditeettisäätelyn kautta. Vuosien 2007–2009 finanssikriisin jälkeen pankkeja koskeva säätely (Basel III -kehys) on muuttunut entistä riskisensitiivisemmäksi. Tällä hetkellä pankkisektorilla vaikuttaisi siltä, että suuria riskejä kannattaa välttää. Riskisensitiivisyydellä tarkoitetaan tässä yhteydessä esimerkiksi, että myönnettyä suuririskisempää luottoa kohden pankin on varattava enemmän omaa pääomaa, josta vastaavasti suuremman osuuden on oltava likvidin omaisuuslajin muodossa.

Vakavaraisuussäätelyn perusidea on, että pankin pitää varata tietty määrä omaa pääomaa sen maksettaviin vastuisiin nähden.¹⁹³ Likviditeettisäätely koskee taas enemmän sitä, missä omaisuuslajin muodossa vakavaraisuussäätelyn perusteella pidätettävää pääomaa on hallinnoitava ja missä suhteessa sitä on pidätettävä kaikesta omasta pääomasta. Likviditeettisäätelyn kohdalla on kysymys siis ikään kuin mikrosäätelystä makrosäätelyn sisällä. Pankki kantaa riskin otto- ja antolainauksen maturiteettieroista. Tästä syystä pankilla tulee olla tietty määrä likvidejä varoja sen erääntyviin vastuisiin nähden turvatakseen maksuvalmiuden. Maksuvalmiuden turvaaminen perustuu laajempien systeemisten riskien alentamiseen, joita maksukyvyttömyyden realisoituessa ovat esimerkiksi talletuspaot (bank run) sekä vakuuksien realisoinnit ns. laskeviin kurssiin (fire sale), jotka luovat toteutuessaan eräänlaisen lumipalloefektin.

Vakavaraisuussäätelyn riskisensitiivisyydestä seuraa, että ottamalla paljon riskiä pankki pääsee tuotollisesti kutakuinkin samaan lopputulokseen kuin ottamalla ainoastaan vähän riskiä. Tämä sanottuna, pankille on luonnollista karttaa riskiä, koska samaan lopputulokseen päästään myös vähemmällä riskillä. Kysymys olisi huonosta riskinottamisesta. Pankkien riskinottohalua on vähennetty, mitä voidaan jossain määrin pitää varmasti positiivisenakin asiana. Kuitenkin talouskasvutavoitteisiin peilattuna valittu linjaus ei välttämättä ole otollinen. Yleensä pk-kasvuyrityksien luotottaminen on riskialtista vakuuksien puuttuessa.

¹⁹³ Todetaan, että myös muut tahot kuin pankit ovat vakavaraisuussäätelyn kohteina esimerkiksi vakuutusyhtiöt.

Likviditeettisääntelyn osalta todettakoon, että likviditeetti on kokonaisarviollisesti kallista.¹⁹⁴ Tästä johtuen tietyt toimijat saattavat operoida likviditeetin minimivaatimusten rajoilla ja ylipäätään taloudelliset intressit ovat ehkä vähentää ”turhan” likviditeetin määrää. Täytyy huomauttaa, että myös muut omaisuuserät kuin raha, voidaan ottaa huomioon likvidien varojen laskennassa. Muita omaisuuslajeja ovat esimerkiksi valtioiden joukkovelkakirjat tai arvopaperistetut luotot. Vähemmän likvidejä omaisuuseriä on mahdollista vaihtaa likvidiksi rahaksi, kuitenkin lopullisesti luopumatta näistä omaisuuslajeista. Likviditeetin tarpeen tullen, joko sääntely- tai kassanhallinnallisista syistä, pankki voi esimerkiksi vaihtaa alhaisella kustannuksella hallussaan olevia arvopapereita rahaksi repomarkkinoilla (taseen sisäinen hyödyntäminen).

6.2 Vakavaraisuussääntelyn vaikutus arvopaperistamisiin

Arvopaperistamisen kohtelu vakavaraisuussääntelyn valossa on yleisesti ottaen arvopaperistamisen kannalta epäsuotuisaa. Kun edellä sivuttiin vakavaraisuussääntelyn siirtymistä riskisensitiivimpään suuntaan, voisi arvopaperistamista pitää tässä mielessä poikkeuksellisen suuririskisenä toimintana. Säännöt ovat epäsuotuisat sekä riskipainojen että likviditeettivaatimusten osalta. Basel III -viitekehys arvioi arvopaperistamispositioita suuririskisempänä kuin sen taustalla olevia luottoja niin likviditeetin kuin riskipainojen osalta. Sama toistuu Euroopassa implementoiduissa tekniikoissa vakavaraisuusasetuksessa ja LCR-asetuksessa. LCR-asetuksen mukaan esimerkiksi ainoastaan STS-kriteerit täyttävä arvopaperistaminen voidaan luokitella HQLA-omaisuuseräksi.¹⁹⁵ Tämän voisi erityisesti katsoa hidastavan arvopaperistamismarkkinan elpymistä.¹⁹⁶

Miksi luottojen joukkoa, joka muodostaa yhden arvopaperin, kohdellaan epäedullisemmin kuin luottoja yksinään ja sellaisenaan? Toisin sanoen alullepanija, joka myöntäisi arvopaperistetta-

¹⁹⁴ Likviditeetti, kuten tilivarat, ei yleensä tuota haltijalleen mitään ja tästä syystä sen määrä halutaan pitää mahdollisimman vähäisenä. Inflaation ollessa tuottoa korkeampi, likviditeetti menettää ainoastaan arvoansa. Tämän lisäksi pääoman ollessa kiinni likviditeetissä, se on poissa jostain, mikä tuottaisi paremmin (ns. käteisjarru).

¹⁹⁵ Pankkien on pidettävä tietty määrä korkea laatuista likvidejä varoja (High Quality Liquid Assets ”HQLA”) suhteessa sen vastuusiin. Kuitenkin on huomattava, että STS-arvopaperistamisen saadakseen vakavaraisuuskohtelun edut, sen tulee täyttää myös esimerkiksi CRR:n artiklan 242(2)(c) vaatimus myönnettyjen luottojen konservatiivisesta LTV-asteesta (Joosen –Lieverse 2018, s. 457–458.)

¹⁹⁶ Euroopassa etenkin arvopaperistamispositioiden likviditeettisääntelykohtelu eli Liquidity Coverage Ratio (LCR) on huonoa. Tämä vaikuttaa enenevässä määrin arvopaperistamistuotteita ostavien tahojen investointipäätöksiin. Ks. esim. Brunetti (2015), ”average capital charges on ABS currently amount to four to five times those applied to simple loans”. Viitattu 11.5.2020.

vat luotot ja pitäisi ne taseessaan sellaisenaan, saisi edukseen edullisemman kohtelun kuin arvopaperistamalla niistä erillisen arvopaperin. Arvopaperistamisen likviditeettikohtelua on pidetty jopa rangaistusluontoisena etenkin, kun sitä verrataan muihin sijoitustuotteisiin kuten katettuihin joukkolainoihin.¹⁹⁷ Lähestymistapaa onkin kritisoitu yleisesti.¹⁹⁸ Enemmän kritiikkiä on tuntunut saavan likviditeettikohtelu kuin arvopaperistamispositioiden riskipainot.¹⁹⁹

On sikäli ymmärrettävää, että arvopaperistamisen johdosta systeemiset riskit kasvavat verrattuna taustalla oleviin yksittäisiin luottoihin, onhan riskiä kuitenkin ”tiivistetty” yhteen arvopaperiin. Tässä yhteydessä ankarampaa kohtelua voisi perustella esimerkiksi Juutilaisen käyttämällä ”risk abstraction” -termillä, jolla hän tarkoittaa arvopaperistamiskontekstissa riskin irrottamista itse velkasuhteista.²⁰⁰ Ankaraa kohtelua likviditeettivaatimusten osalta voitaisiin perustella riskin irrottamisella itse velkasuhteista ja systeemisten riskien kasvamisen johdosta, mutta tällöin kohtelun tulisi olla vastaavanlaisille sijoituskohteille sama.²⁰¹ Myös katetut joukkolainat ”tiivistävät” monta asuntoluottoa yhdeksi arvopaperiksi ja irrottavat riskiä velkasuhteista ja silti niillä on edullisempi kohtelu likviditeettinäkökulmasta.

¹⁹⁷ Ks. Perraudin 2014, s. 30, joka toteaa “the requirement is illogical, representing such a ‘very conservative tightening of capital standards’ that investors in ABS will have to hold more regulatory capital than if they invested directly in the financial assets backing those securities”. Myös Schwarcz 2018, s. s. 495 ja alav. 79.

¹⁹⁸ Ks. esim. Joosen – Lieverse 2018, s. 460, jossa he toteavat likviditeettikohtelun olevan merkittävä taakka pankeille arvopaperistaa luottoja. Ks. myös s. 458, jossa arvioidaan likviditeettinhallinnan jopa sivuuttavan insentiivien hierarkiassa pääomavaateiden alentamisen, kun näkökulmana on pankkien sijoittaminen arvopaperistamistuotteisiin (taseen sisäinen käyttö).

¹⁹⁹ Ks. delegoidun LCR-asetuksen 13 artiklan pitkä lista vaatimuksista, jotka arvopaperistamistuotteen tulee täyttää, jotta sitä kohdeltaisiin likviditeettibufferissa 2B -luokan varoina. Likviditeettibufferin ensimmäisen A-luokan leikkaustaso (haricut) on 0 prosenttia eli se luetaan täydestä arvostaan likviditeettivaatimuksia laskettaessa. Tällaisia A-luokan varoja ovat esimerkiksi käteinen raha, saamiset keskuspankeilta ja valtion takaamat lainat. Luokittelujen jaottelu perustuu eri leikkaustasoihin: mitä alemmas luokituksissa mennään, sitä suuremman leikkaustason omaisuuserä kokee likviditeettivaatimuksia laskettaessa. Arvopaperistamistuotteiden leikkaustaso on joko 25 prosenttia tai 35 prosenttia, mutta pääongelmana ei ole leikkaustasojen määrät. Pääongelma on artiklan 13 pitkä lista vaatimuksista. Ks. kategorioista tarkemmin LCR-asetus artiklat 10–13.

²⁰⁰ Ks. Juutilainen ELR 2017, s. 751–752 alaviitteineen. Juutilainen kirjoittaa yksityisen velan kaupallistumisesta (commodification) ja pitää tästä yhtenä hyvänä esimerkkinä arvopaperistamista. Termi ”risk abstraction” puolestaan pitää sisällään tiettyjä osia itse velan irtautumista velallisisista (impersonalisation), jonka osakseen voidaan katsoa luovan arvopaperistamisen rakenteellisia insentiiviongelmia esimerkiksi alullepanija-sijoittaja ja alullepanija-velallinen välisissä suhteissa.

²⁰¹ Systeeminen riski kasvaa, kun esimerkiksi arvopaperistamistuotteista koostuvat portfoliot kokevat markkinashokin, ja kun tiedostetaan niitä käytettävän edelleen vakuutena muussa rahoituksessa, kriisi syvenee ja laajenee. Ks. likviditeetin luomisen ”pimeästä puolesta” esim. Acharya – Thakor 2016, s. 5. Tässä yhteydessä on syytä kuitenkin muistaa, että arvopaperistamispositioiden käyttöä pankkien välisen luotonannon vakuutena ei ole pidettävä niin suuresti itsestään selvänä asiana ennen finanssikriisiä. Likviditeettisäätelyn voisi kuitenkin osaltaan katsoa mikrotaloudellisena sääntelykeinona palvelevan makrotaloudellista tarkoitusta systeemisen riskin vähentämiseksi.

Erilaisen kohtelun jäljelle jääväksi rationaaliseksi argumentiksi jää, että arvopaperistamistuotteet ovat likviditeetiltään huonompia, kuin vastaavasti katetut joukkolainat. Kuitenkin AFME on osoittanut tutkimuksessaan, että ABS:t eivät välttämättä ole katettuja joukkolainoja huonompia likviditeetiltään. Tutkimuksessa vertailtiin ABSien ja katettujen joukkolainojen osto- ja myyntihintojen erotusta (eng. bid-ask spread). Tutkimustulos oli, että ABS:t ovat ajoittain katettuja joukkolainoja enemmän likvidejä, joten niiden huonompi LCR-kohtelu ei ole ainaakaan likviditeetin asteen mukaisesti perusteltua.²⁰² Järkevää perustetta sille, miksi katettujen joukkolainojen kohtelu on arvopaperistamisiin verrattuna edullisempaa, ei ole. Tämä sääntelylinjaus tosiasiallisesti heikentää arvopaperistamisen sekä taseen sisäistä että ulkoista käyttöä, kun muistetaan näitä tuotteita ostavien sijoittajien olevan usein myös samaisten likviditeetti-vaatimusten kohteena. Tämä linjaus heikentää arvopaperistamisen ulkoisen käytön kautta sisäistä käyttöä ja päinvastoin.

Yleensä vakavaraisuussääntelystä puhuttaessa arvopaperistamiskontekstissa taka-alalle jäävät vakavaraisuussääntelyn tiukentamisen hyödyt. Tämä kuulostaa sinänsä kummalliselta, sillä kiristettäessä vakavaraisuusvaatimuksia, pankille jää luotonantoon vapaata pääomaa aluksi vähemmän. Kuitenkin tutkimukset ovat osoittaneet, että ”paremmin” pääomitetut pankit myöntävät myös luottoja enemmän.²⁰³ Tämä johtuu siitä, että paremmin pääomitetuilla pankeilla on alhaisempi (ulkoisen) rahoituksen kustannus ja täten ne kykenevät myös lainaamaan enemmän.²⁰⁴ Kaikki kytkeytyvät toisiinsa. Tämä sanottuna, ei ole yksiselitteistä tehdä johtopäätöksiä esimerkiksi vakavaraisuussääntelyn tosiasiallisesta vaikutuksesta arvopaperistamiseen ja sen myötä tavoiteltavaan reaalityökalouden tukemiseen. Pääomavaatimusten alentamisella ja nostamisella voisi argumentoida olevan sama luotonantoa kasvattava vaikutus, mutta missä määrin, on eri kysymys.

6.3 STS-arvopaperistamisen vakavaraisuuskohtelu

Aiemmin STS-kriteerien osalta on jo sivuttu, että STS-arvopaperistaminen voi saada edullisemman vakavaraisuuskohtelun, kuin ei-STS-arvopaperistamisen. Tämä ei kuitenkaan nojaa

²⁰² Ks. AFME 2018, s. 1–4.

²⁰³ Ks. EBA, ‘2015 EU- wide Transparency Exercise Results’ (2015) sekä Michelangeli – Sette BIS 2016, s. 5, jotka toteavat “[t]he non-linear effect of bank capital on lending supports the view that increasing capital ratios may help to smooth fluctuations in credit supply”.

²⁰⁴ Joosen – Lieverse 2018, s. 446–447.

yksinään arvopaperistamisasetukseen, vaan lisäksi arvopaperistamisen tulee täyttää STS-kriteerien lisäksi asetetut vaatimukset CRR:ssa ja LCR:ssa. Tässä yhteydessä näitä muita vaatimuksia ei avata enempää, mutta sen sijaan esitetään yksinkertainen esimerkki STS-arvopaperistamisen ja tavallisen arvopaperistamisen mahdollisesta vakavaraisuuskohtelun erosta.

Yksinkertaistetussa esimerkissä, jossa pankki sijoittaa AAA-luokitettuihin senior-riskiluokkaiisiin arvopaperistamistuotteisiin 100 miljoonan euron edestä, tavanomainen riskipaino olisi 15 miljoonaa, jota vasten tulisi pidättää pääomaa 1,2 miljoonaa euroa.²⁰⁵ Mikäli kyseinen arvopaperistamistuote täyttää arvopaperistamiasetuksen STS-kriteerit sekä CRR artiklan 243 vaatimukset, vastaavat luvut STS-arvopaperistamisen osalta olisivat 10 miljoonaa euroa, jota vasten tulisi pidättää 800 000 euroa.²⁰⁶

Edellä olevan esimerkin mukaan STS-arvopaperistaminen saa saman suuruisen sijoitusten osalta 400 000 euroa edullisemman pääomakohtelun kuin ei-STS-arvopaperistaminen. On kysymys siis melko suuresta kannustimesta ihan suhteellisestikin (1/3) arvioituna. Esimerkki pätee täysin myös arvioitaessa arvopaperistamisen taseen sisäistä käyttöä. Alullepanija teknisesti ottaen ”sijoittaa” arvopaperistamistuotteisiin, kun se ostaa liikkeeseen laskettavat joukkolainat erillisyyhtiöltä (retained issuance). Täten vakavaraisuussäätelyn johdosta taseen sisäinen käyttö nivoutuu periaatteessa yhteen taseen ulkoisen käytön kanssa, tarkasteltaessa asiaa ainakin alullepanijapankin näkökulmasta.

Kun muistetaan STS-kriteerien asettamat hyvinkin tiukat vaatimukset, voi perustellusti olla hieman skeptinen STS-arvopaperistamisen tuottamaan taloudelliseen hyötyyn vakavaraisuuspuolella. Tästä huolimatta STS-arvopaperistaminen on hitaan alun jälkeen ottanut tuulta allensa.²⁰⁷ Toisaalta samaan aikaan tulee muistaa, että STS-kriteerit tukevat paljolti myös sellaisia asioita, joita on vaikea mitata euromääräisesti, kuten luottamusta markkinoita kohtaan. Näin ollen yk-

²⁰⁵ Riskipainotetut erät kerrotaan 8 prosenttiyksiköllä, jolla saadaan pidätettävän pääoman määrä.

²⁰⁶ Joosen – Lieverse 2018, s. 457–458.

²⁰⁷ Ks. S&P Global Ratings 2019, s. 1, josta ilmenee “[f]rom late March, however, originators began to take the plunge and issue STS transactions”. STS-arvopaperistamisen tilastoja tarkasteltaessa on syytä huomioda, että STS-arvopaperistamisen määrä suhteessa kaikkiin arvopaperistamisiin on suhteutettava siihen, että noin kolmasosa Euroopan arvopaperistamisista ovat esimerkiksi sellaisia CMBS-järjestelyjä, ettei niitä voitaisi edes lukea STS-kriteerit täyttäväksi aktiivista salkunhoitoa vaativina järjestelyinä. Ks. tilastoista myös Ibid, s. 3.

sinään vakavaraisuussäntelylliset kannustimet STS-arvopaperistamista kohtaan eivät välttämättä ole päätavoite ohjaavassa vaikutuksessa, etenkin kun selvästi tiedostetaan kriteerien noudattamisen olevan suuren vaivan takana.²⁰⁸ Vaikutus voi olla psykologista ja tähän voisi katsoa STS-leiman osittain perustuvankin.

7 JOHTOPÄÄTÖKSET

Arvopaperistaminen on innovatiivinen keksintö moderneilla rahoitusmarkkinoilla. Se on muuttanut ja tulee edelleen muuttamaan käsitystämme perinteisestä luotonannosta. Arvopaperistaminen voidaan mieltää yhdeksi tärkeäksi työvälineeksi muuntaa Euroopan pankkikeskeistä rahoitusta enemmän markkinaperusteiseksi, jonka pitäisi odotetusti tukea reaalitaloutta. Monimutkaisesta rakenteestaan ja osapuolten suuresta lukumäärästä huolimatta arvopaperistaminen on konseptina yksinkertainen. Perusidea on katsoakseni joko 1) saatavien (ja näiden vakuuksien) sisääntulon ”aientaminen” hyödyntämällä näiden vakuusarvoa (ulkoinen käyttö) tai 2) likviditeetinhallinnan apuvälineenä toimiminen muovaamalla luottokantoja arvopapereiksi, jotka ovat ”vakuuskelpoisia” pankkien välisillä rahoitusmarkkinoilla (sisäinen käyttö).

Arvopaperistamisen merkittävin juridinen ongelma on saatavakannan aidon kaupan arviointi ja sen myötä erillisyhtiön ja saatavapoolin konkurssietäisyyden arviointi alullepanijasta. Aidon kaupan arviointikriteerejä pyrittiin esittämään käyttämällä apuna kirjallisuudessa omaksuttuja näkökulmia. Kuitenkin havaittiin, että arvopaperistamisen ominaispiirteet lisäävät saatavakannan aidon kaupan arviointiin kohdistuvaa juridista epävarmuutta. Näitä ominaispiirteitä olivat esimerkiksi arvopaperistamisissa käytettävät lisävakuusjärjestelyt, vakuuksien siirtäminen, siivuttamisen (tranching) sekä vesiputousrakenteen mahdollistama riskin tosiasiallinen konsentroidi alullepanijalle. EU:n sääntelykehikko ja arvopaperistamisasetus eivät juurikaan selvennä epävarmuutta koskien aidon kaupan arviointia, vaan näyttävät tosiasiasa hyväksyvän epävarmuuden. Täten voidaan todeta, että itse arvopaperistamisasetus juridisena instrumenttina ei suinkaan ole vastaus arvopaperistamisen juridisiin ongelmiin vaan pyrkii korjaamaan lähinnä arvopaperistamisen taloudellisia ja rakenteellisia insentiiviongelmia.

²⁰⁸ Esimerkiksi ei ole olemassa yksinkertaista testiä varmistaakseen sitä, että arvopaperistamispositio täyttäisi STS-kriteerien lisäksi CRR:n ja LCR:n vaatimukset. Joosen – Lieverse 2018, s. 459.

Kuten esitettiin, aitoon kauppaan liittyvä problematiikkaa ei koskenut synteettistä arvopaperistamista. Synteettisen arvopaperistamisen todettiin olevan monella muullakin mittarilla yksinkertaisempi ja kustannustehokkaampi tapa toteuttaa arvopaperistamisia. Se sivuuttaa monia oikeudellisia ja hallinnollisia vaiheita arvopaperistamistransaktiossa ja taklaa näin eri oikeusjärjestysten lainsäädäntöjen eroavaisuuksien luomia esteitä arvopaperistaa luottoja. Lisäksi synteettisen arvopaperistamisen voisi katsoa olevan kytkeytynyt reaalityouteen kiinteämmin ainakin kahdella tapaa. Ensiksi siirrettävä riski on suoraan verrannollinen maksettavan luottosuojan hintaan ja toiseksi se sopii monella tapaa paremmin pk-yritysluottojen arvopaperistamiseen, joita yleisesti pidetään reaalityouden ”vetureina”. Synteettinen arvopaperistaminen olisi näin parempi vaihtoehto lähteä tukemaan reaalityoutta pääomamarkkinaunionissa. Tämän vuoksi on erikoista, ettei sitä otettu jo alun perin mukaan STS-kriteereihin. Kuitenkin EBA on julkaissut tätä kirjoitettaessa 6.5.2020 STS-kriteeriehtotuksensa, jotka koskevat synteettisiä arvopaperistamisia.

Arvopaperistamisasetuksen sisältö voitiin jakaa kaikkia arvopaperistamista koskevaan sekä niistä erilliseen STS-arvopaperistamisia koskevaan osioon. Kun asetuksen yksi päätavoite oli elvyttää Euroopan arvopaperistamismarkkinoita, vaikuttavat asetuksen vaatimukset olevan osittain ristiriidassa tämän tavoitteen kanssa ja mahdollisesti karkottavan potentiaalisia toimijoita arvopaperistamismarkkinalta. Näitä vaatimuksia ovat nähdäkseni ainakin alullepanijan hyvinkin yksityiskohtaiset tiedonanto-, monitorointi- ja raportointivelvollisuudet. Halukkuutta sijoittaa arvopaperistamistuotteisiin voivat vielä merkittävästikin vähentää institutionaalisille sijoittajille asetetut laajat ja yksityiskohtaiset arvopaperistamisia koskevat selonottovaatimukset sekä joukkolainojen ensi- että jälkimarkkinalla. Kysynnän vähentyminen vaikuttaa yleensä myös tarjontaan joko alemman hinnan muodossa (arvopaperistamisjärjestelyn kannattavuus vähenee) tai supistamalla kokonaistarjontaa (arvopaperistamiset vähenevät). Kysyntää ei ainaakaan lisää arvopaperistamispositioiden epäedullinen likviditeettikohtelu verrattuna muihin sijoituskohteisiin.

STS-kriteerit täyttävälle arvopaperistamiselle annetaan lähtökohtaisesti edullisempi vakavaraisuuskohtelu kuin ei-STS-arvopaperistamiselle. Tähän perustuen voidaan esittää asetuksella tavoiteltavan kannustimen välityksellä tapahtuvaa alullepanijoita ohjaavaa vaikutusta. STS-kriteerit eivät omasta yksinkertaisuutta luovasta tavoitteestaan huolimatta itsessään ole kovinkaan yksinkertaiset ja pitävät sisällään esimerkiksi monia epäselviä edellytyksiä, jollaisia ovat

ainakin yksityissijoittajien tunnistaminen jälkimarkkinoilla sekä STS-ilmoituksen ohessa annettavat selitykset. Yksinään STS-kriteerien täytyminen ei kuitenkaan saa aikaan alennusta pääomavaateissa, vaan lisäksi arvopaperistamisen on täytettävä muissakin säädöspohjissa olevat edellytykset. On tärkeää huomata, että tosiasiallisesti STS-arvopaperistaminen saa epäedullisemmän pääomakohtelun kuin arvopaperistaminen ylipäättään ennen sääntelyuudistuksia. Tämän voi katsoa olevan ristiriidassa asetuksen elvyttävän tavoitteen kanssa.

STS-arvopaperistamisen taloudellinen hyöty (pääomaa vapauttava vaikutus) oli merkittävä (n. 33 %), kun verrattiin ei-STS-arvopaperistamiseen. Kuitenkin, taloudellinen hyöty ei tosiasiallisesti välttämättä ole niin suuri, kun muistetaan kriteerien yksityiskohtaisuus, vaikeaselkoisuus ja toimesta ulkopuolisille maksettavat palkkiot (ulkopuolinen tarkastus, STS-verifiointi, legal opinion) sen varmistamiseksi, että järjestely täyttää STS-kriteerit. Kustannuksia aiheuttavat toimet ovat tarpeen, jotta välttytään asetuksen mahdolliselta sanktiomekanismilta ja virheellisen STS-arvopaperistamisen johdosta aiheutuvalta mainehaitalta. Toisaalta STS-arvopaperistamisen kaikkea hyötyä ei voida mitata rahassa. STS-arvopaperistamiseen liittyy sellaisia aineettomia hyötyjä esimerkiksi brändiarvonsa tai luottamusta lisäävänsä vaikutuksen johdosta, jotta sen kokonaisyhtä ei voida mitata rahallisessa intressissä. Näin ollen STS-arvopaperistaminen voi olla ”ylitsepääsemättömyydestään” huolimatta hyvä keino lähteä tukemaan reaali taloutta eikä sääntelyn pääasiallinen kannustin välttämättä ole ollut vakavaraisuussääntelyn helpotuksiin perustuva.

Tutkielmassa tarkasteltiin arvopaperistamisen taseen sisäistä käyttöä, joka pyrittiin todistamaan myös tilastojen valossa. Taseen sisäisen käytön voisi mieltää alullepanijan likviditeettihallinnan apuvälineenä. Tässä yhteydessä pystyttiin näyttämään arvopaperistamispositioiden Euroopassa tosiasiallisesti jäävään pääosin (yli puolet) alullepanijan taseeseen. Pankille taseen sisäistä käyttöä olivat ainakin arvopaperistamispositioiden hyödyntäminen vakuuksina repo- ja keskuspankkirahoituksessa, joista jälkimmäisessä sen rooli oli merkittävä. Näin ollen käsitys eurooppalaisesta arvopaperistamisesta järjestelynä, jossa riskin siirtämisestä taseen ulkopuolelle vapautuu sääntelypääomaa ja joka samalla muuntaisi omaisuuserät likvidiksi, on osittain virheellinen.

Arvopaperistamisasetuksen yhtenä päätavoitteena on elvyttää Euroopan arvopaperistamismarkkinoita, johon siihen kohdistuvan vakavaraisuussäntelyn ei voida kuitenkaan katsoa kannustavan. Arvopaperistamispositioiden huono likviditeettikohtelu ei ole perusteltua, kun sitä verrataan esimerkiksi katettuihin joukkolainoihin (covered bonds). On ristiriitaista, että lainsäätävä samaan aikaan yrittää kasvattaa arvopaperistamisten määrää Euroopassa ja kuitenkin samalla disinsentivisoi toimijoita vakavaraisuussäntelyllä ikään kuin olla ryhtymättä arvopaperistamaan luottoja. Vakavaraisuussäntelykehikossa etenkin likviditeettikohtelu on syrjivää arvopaperistamisia kohtaan. Toki täytyy muistaa, että arvopaperistamisasetus itsessään on tiukan poliittisen väännön lopputulos ja täten yhtä oikeaa lainsäätäjän tahtoa ei ole mahdollista esittää. Tämä sanottuna, ristiriitaisuuksilta ei voida välttyä.

Kuitenkin arvopaperistamisasetukseen liittyvässä viestinnässä ja promootiossa painoarvoa tunnuttiin antavan suurelta osin siihen, kuinka paljon pääomaa arvopaperistamisella olisi mahdollista vapauttaa pankkien taseista, mikäli se elpyisi vastaavalle tasolle ennen finanssikriisiä.²⁰⁹ Tämä tarkoittaa siis arvopaperistamisvolyymien lisäämistä. Volyymin lisääntymisellä kieltämättä olisi mahdollisesti reaalityähtävää tukevaa vaikutusta, vaikka samalla täytyy muistaa, että rahoituksen saatavuuden lisääntyminen ei välttämättä kasvata kysyntää. Komission ehdotus tai itse asetukset eivät esimerkiksi mainitse tai esitä arvopaperistamisen mahdollisuuksia taseen sisäisesti lainkaan. Kun sisäinen käyttö kuitenkin on Euroopassa pääsääntö, voisi perustellusti kysyä, onko sääntelyhankkeeseen lähdetty virheellisellä oletuksella, että eurooppalaisessa arvopaperistamisessa vastuut pääasiassa myytäisiin ulkopuolisille sijoittajille. Mikäli arvopaperistamisia tosiasiallisesti haluttaisiin elvyttää sääntelyn keinoin, se tulisi tehdä lisäämällä arvopaperistamisen houkuttelevuutta ja taseen sisäistä käyttöä parantavalla tavalla, jota nyt omaksutut sääntelylinjaukset eivät tee. Vielä lisäksi, kun muistetaan arvopaperistamispositioiden suuri rooli vakuutena EKP:n keskuspankkirahoituksessa, parantamalla keskuspankkien vakuuskäytäntöjä suhteessa ABS-instrumentteihin, voisi argumentoida olevan suuri vaikutus arvopaperistamisiin.

²⁰⁹ Ks. esim. COM(2015) 472 final s. 12, jossa komissio arvioi, mikäli arvopaperistamismarkkinat palaisivat ennen finanssikriisiä vallinneeseen tilanteeseen, pankeilta luotonantokapasiteettia voisi vapautua jopa 100–150 miljardia euroa.

Arvopaperistamisen taseen sisäisen käytön unohtaminen tai sivuuttaminen kieltämättä tuntuu epätodennäköiseltä, onhan kysymys kuitenkin EU:n tason sääntelypaketista ja vielä melko mitavastakin sellaisesta. Asetus pyrkii pääasiassa korjaamaan ongelmia, jotka syntyvät arvopaperistamisen rakenteellisten insentiiviongelmien vuoksi silloin, kun tarkastelun näkökulmaksi otetaan juuri taseen ulkopuolinen ominaisuus (myynti sijoittajille). Vielä lisäksi, kun muistetaan arvopaperistamisasetuksen ja STS-kriteerien syntyperän olevan osittain samanaikainen BCBS:n ja IOSCO:n kansainvälisten STC-kriteereiden kanssa ja molempien saaneen vaikutteita toisiltaan, katsoakseni tämä on täysin varteenotettava vaihtoehto.²¹⁰ Esimerkiksi Yhdysvalloissa arvopaperistamisen pidättäminen taseessa (retained issuance) on harvinaista ja lähes olematonta.²¹¹ On hyvin mahdollista, että sääntelykehikkoa on lähdetty rakentamaan mallikuvana yhdysvaltalainen arvopaperistaminen, eikä lainsäätäjät ole ymmärtäneet tehdä eroa euroopalaiseen tapaan arvopaperistaa luottoja. Toisaalta tämä olisi siinä määrin kummallista, koska asetukseen liittyvissä virallisissa dokumenteissa Euroopan arvopaperistamismarkkinoita verrataan useasti Yhdysvaltoihin etenkin volyymiltaan ennen finanssikriisiä ja sen jälkeen.

Onko arvopaperistamisen taseen sisäisen kohtelun sivuuttamisessa kysymys tietoisesta valinnasta? On hyvin mahdollista, että ainoastaan taseen ulkoista käyttöä (myyntiä sijoittajille) pidetään lainsäätäjän näkökulmasta merkittävänä, sillä juuri tämän voisi katsoa tukevan reaalitaloutta enemmän ja pääomamarkkinaunionin tavoitetta yleisemmin. Taseen sisäinen käyttö on pankeille lähinnä likviditeetin hallinnoimisen apuväline, jolla ei välttämättä ole laajempaa reaalitaloutta tukevaa vaikutusta ainakaan samassa mittakaavassa, mitä ulkoisella käytöllä on. Mikäli näin on, tavoitteeksi on ehkä hieman virheellisesti otettu arvopaperistamisvolyymien kasvattaminen (elvyttäminen entiselle tasolle), tavoitteen ollessa tosiasiaa volyymien kasvattaminen ainoastaan sellaisten arvopaperistamisten osalta, jotka päätyvät taseen ulkopuolelle. Mikäli arvopaperistamisten kokonaisvolyymia haluttaisiin lisätä, se tulisi tehdä arvopaperistamisen taseen sisäisiä ominaisuuksia parantavalla tavalla. Turvallisesti voi väittää, että näin ei tällä hetkellä tehdä.

²¹⁰ Ks. alav. 85 edellä, jossa kirjallisuudessa esimerkiksi Juutilainen (2020) on katsonut näiden kahden sääntelykehikon syntyneen epävirallisissa episteemisissä yhteisöissä, saaden vaikutteita kumpaankin suuntaan. Ks. s. 188 “[...] relationship of the EU to the BCBS and IOSCO appears to have been a two way street in terms of information and influence”.

²¹¹ Ks. AFME 2018, s. 17, jossa todetaan “[i]n recent years in Europe, over 50% of securitisation issuance has been retained by the issuer rather than placed on the public markets, whereas in the US, all issuance has been placed on the public markets”.

Tutkielmassa yritettiin horjuttaa sitä yleistä harhakäsitystä, että arvopaperistamisen taseen sisäisellä käytöllä – tarkemmin sanoen arvopaperistamistuotteiden hyödyntämisellä Yhdysvaltojen repomarkkinoilla – olisi ollut suuri merkitys finanssikriisissä. Tilastojen valossa näytettiin, että arvopaperistamispositioilla ei tosiasiaassa ole suurta osuutta reporahoituksessa käytettävistä vakuuksista. Finanssikriisissä repomarkkinoiden vakuuksien arvonalentumiset ja realisoinnit laskeviin kursseihin (fire sale) olivat katsoakseni seurausta laajemmasta markkinashokista, joka systeemisten riskien realisoituessa vaikutti kaikkiin reporahoituksessa käytettäviin vakuuksiin eikä ainoastaan arvopaperistamispositioihin.

On mahdollista, että finanssikriisin jättämällä stigmalla on kuitenkin negatiivinen vaikutus arvopaperistamisen taseen sisäistä kohtelua kohtaan, joka ei myöskään palvele arvopaperistamisen volyymien kasvattamista koskevaa tavoitetta Euroopassa. Kun samalla muistetaan myös likviditeetin olevan kokonaisarvollisesti kallista, voisi esittää arvopaperistamisen sisäisen käytön toimivan lähinnä likviditeetin hallinnan apuvälineenä. Toisaalta likviditeettisäätelyn perusidea on turvata maksuvalmius, joten sääntelyteknisesti ei välttämättä haluta ottaa askelta siihen suuntaan, että likviditeettivaatimuksilla olisi helpompi ”pelata” arvopaperistamalla. Kuitenkin tällöin myös katettujen joukkolainojen kohtelu tulisi olla samanlaista.

Toki muuntamalla luotot jälkimarkkinakelpoiseksi arvopaperiksi, alullepanijalla on mahdollisuus tilapäisesti vaihtaa sitä likviditeettiin repomarkkinalla ja keskuspankkirahoituksessa. Tätä mahdollisuutta sillä ei ole ”ainoastaan” pitämällä luottoja sellaisenaan taseessa. Kuitenkin ottaen huomioon tavallisten luottojen ja arvopaperistamistuotteiden eriarvoisen aseman vakavaraisuussäätelyssä, tämän arvopaperistamisen likviditeetin apuvälineenä toimimisen hyöty on ainakin nykyisten eurooppalaisten säädösten mukaisesti kyseenalaistettavissa. Argumenttina tähän toimii se, että alullepanijan pitäessä luotot sellaisenaan taseessa, pidettävä pääoma on vähäisempi verrattuna arvopaperistamistuotteisiin, jolloin pääomaa on sitomattomana käytettävissä enemmän myös likviditeettivaatimuksiin. Toisin sanoen on mahdollista, että alullepanijan pidättäytyminen arvopaperistamisesta on parempi likviditeetin hallinnoinnin apuväline. Tässä tutkielmassa ei tätä havainnollisteta tarkkojen rahallisten intressien osalta, mutta todetaan epäsuhtan olevan suhteessa arvopaperistamisen elvyttämistavoitteeseen olennainen.

Vakavaraisuussääntelyn tiukentamisella voidaan katsoa olevan hyötyä myös laajemman reaalitalouden tukemisessa ja täten palvelevan pääomamarkkinaunionia. Kuten todettu, myös arvopaperistamisen ”ankarampi” kohtelu voi lisätä kokonaisluotonantovolyymia siksi, että rahoitusta on paremmin pääomitetulle pankille saatavilla entistä enemmän. Tässä yhteydessä törmätään siihen tosiseikkaan, että samaan lopputulokseen voidaan pyrkiä monin eri keinoin. Luotonantovolyymien lisääminen kiristämällä pääomavaateita on kuitenkin ehkä epätavanomaisempi keino elvyttää taloutta ja tähän lainsäätäjä tuskin on ainakaan tietoisesti pyrkinyt. Kaiken voidaan arvioida vaikuttavan kaikkeen ja se huomataan esimerkiksi pankin sijoittaessa arvopaperistamistuotteisiin, arvopaperistamisen ulkoisista ominaisuuksista tulee samalla myös sisäisiä. Lainsäätäminen taloudellisin perustein on usein poliittisesti latautunutta, mistä johtuen arvopaperistamista koskevaa oikeanlaista sääntelyä on vaikea esittää. Tämä hankaluus näkyy myös arvopaperistamisasetuksessa.

Arvopaperistamista muistuttavien katettuihin joukkolainoihin perustuvien mallien osalta on myös EU:ssa meneillään sääntelyhanke, jolla osana pääomamarkkinaunionia on sama tavoite arvopaperistamisen kanssa. Taseen sisäisestä näkökulmasta tällä hetkellä olisi ainakin likviditeettivaatimusten osalta edullisempaa liikkeeseenlaskea esimerkiksi asuntoluottoihin perustuvia katettuja joukkolainoja (covered bonds) arvopaperistamisen vakuudellisten joukkolainojen (ABS) sijaan. Sitä, onko tämä lainsäätäjän tietoinen valinta suosia katettuja joukkolainoja arvopaperistamisen kustannuksella, voisi tutkia enemmän. Vielä edelleen voisi tarkastella, kohdellaanko arvopaperistamista huonommin ilman rationaalisia perusteita. Katettuihin joukkolainoihin perustuvat mallit eivät katsoakseni muunna pankkikeskeistä rahoitusta markkinaperusteiseksi arvopaperistamista ”paremmin”. Tästä syystä katettujen joukkolainojen sääntelylliseen ”paremmuuteen” on suhtauduttava varauksellisesti, etenkin kun päämääränä on reaalitalouden tukeminen.

Loppujen lopuksi voisi sanoa, että eurooppalaisen arvopaperistamisen toimintaympäristö on muuttunut radikaalisti sitä koskevien uudistusten johdosta. Aika näyttää, mihin suuntaan arvopaperistamisten osalta mennään ja onko omaksutuilla sääntelylinjauksilla laajempaa reaalitaloutta tukevaa vaikutusta. Elämme poikkeuksellisia aikoja esimerkiksi negatiivisessa korkoympäristössä, jossa talletuksien vastaanottaminen pankille (ottolainaus) voi tuottaa enemmän kuin luottojen myöntäminen ulospäin (antolainaus). Myös rahatalous on kasvanut suhteessa reaalitalouteen huomattavissa määrin, eikä tälle irtaantumiselle ainakaan nyt koronakriisin jälkeen

ole nähtävissä nopeaa loppua. Tästä syystä jo vallitsevan toimintaympäristön voisi katsoa heikentävän reaalitalouden tukemista eikä tähän välttämättä edes arvopaperistaminen auta. Kuitenkin, mikäli arvopaperistamisia haluttaisiin tosiasiaassa lisätä sääntelyn keinoin, se tulisi tehdä taseen sisäisiä ominaisuuksia parantavalla tavalla lisäten arvopaperistamisen houkuttelevuutta. Tätä nykyinen sääntelykehikko ei tee, vaan lähinnä lähtee siitä oletuksesta, että pankki käyttää arvopaperistamista taseen ulkopuolisena järjestelynä. Tämän voisi osakseen katsoa murentavan pääomamarkkinaunionin tavoitetta luotonantokapasiteetin kasvattamisesta arvopaperistamisten keinoin.