

U 61/2018 vp

Valtioneuvoston kirjelmä eduskunnalle komission ehdotuksesta Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi (*valtionvelkakirjavakuudelliset arvopaperit*)

Perustuslain 96 §:n 2 momentin mukaisesti lähetetään eduskunnalle Euroopan komission 24 päivänä toukokuuta 2018 tekemä ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi valtionvelkakirjavakuudellisista arvopapereista sekä ehdotuksesta laadittu muistio.

Helsingissä 13 päivänä heinäkuuta 2018

Valtiovarainministeri Petteri Orpo

Osastopäällikkö, ylijohtaja Leena Mörttinen

**EHDOTUS EUROOPAN PARLAMENTIN JA NEUVOSTON ASETUKSEKSI
VALTIONVELKAKIRJAVAKUUDELLISISTA ARVOPAPEREISTA**

1 Ehdotuksen tausta ja tavoite

Euroopan komissio on 24 toukokuuta 2018 tehnyt ehdotuksen parlamentin ja neuvoston asetukseksi valtionvelkakirjavakuudellisten arvopapereiden kehittämiseksi (COM(2018) 339 final). Ehdotuksella komissio pyrkii poistamaan nykyiset sääntelyesteet, jotka komission mukaan haittaavat kyseisten arvopapereiden markkinalähtöistä kehittämistä. Ehdotus on osa komission pankki- ja pääomamarkkinaunionin loppuunsaattamiseen ja talous- ja rahaliiton syventämiseen tähtäävää työtä.

Ehdotuksessa valtionvelkakirjavakuudellisilla arvopapereilla (engl. *sovereign bond-backed securities, SBBS*) tarkoitetaan hajautettuja valtionlaina-arvopapereita, jotka yksityinen sektori muodostaisi euroalueen jäsenmaiden euromääräisistä velkakirjoista arvopaperistamalla. Erillisyhtiöt laskisivat liikkeelle etuoikeudeltaan erityyppisiä arvopapereita, missä vähäriskisimmät arvopaperit (seniorilainat) kantaisivat tappioita mahdollisissa maksuongelmatilanteissa vasta sen jälkeen, kun suuririskisimpiin arvopapereihin (juniorilainat) sijoittaneet olisivat ensin kantaneet tappioita. Seniorilainat edustaisivat turvallista sijoitusinstrumenttia koko euroalueella. Euroalueen jäsenmaat eivät jakaisi tuotteen riskejä eikä mahdollisia tappioita vaan ne jaettaisiin yksityisten sijoittajien kesken.

Valtionvelkakirjavakuudellisten arvopapereiden hyötyjä ja toteuttamiskelpoisuutta on tarkasteltu Euroopan järjestelmäriskikomitean alaisuudessa toimineessa korkean tason työryhmässä (jäljempänä *ESRB HLTF*), joka julkaisi raporttinsa tammikuussa 2018. Komissio on hyödyntänyt raportissa esille nostettuja huomioita käsillä olevan ehdotuksen laatimisessa. Komission puheenjohtajan aiekirjeessä, joka julkaistiin syyskuussa 2017 unionin tilaa käsittelevän puheen yhteydessä, sekä lokakuussa 2017 julkaistussa pankkiunionia käsittelevässä tiedonannossa, tuotiin esille valtionvelkakirjavakuudelliset arvopaperit ja komission aikomus tehdä niitä koskeva ehdotus keväällä 2018.

Globaalin finanssikriisin ja euroalueen velkakriisin jälkeen on tehty monia uudistuksia, joilla on lisätty euroalueen rahoitusmarkkinoiden vakautta. Sitä ovat tukeneet esimerkiksi yhteisen pankkivalvonnan ja kriisinratkaisujärjestelmän luominen sekä sopiminen pankkien elvytys- ja kriisinratkaisudirektiivistä. Edistymisestä huolimatta komissio katsoo, että euroalueen pankkisektori on edelleen haavoittuvainen pankkien ja valtioiden väliselle kytkökselle. Pankkien ja valtioiden välinen ns. kohtalonyhteys oli keskeinen tekijä, joka kärjisti globaalin finanssikriisin valtioiden velkakriisiksi euroalueella. Kytköstä vahvisti edelleen se, että pankkien taseisiin oli muodostunut suuria riskikeskittymiä niiden kotimaan valtionvelkakirjalainoista (ns. kotimaan harha, engl. *home bias*).

Ehdotuksella komissio pyrkii edistämään Euroopan rahoitusmarkkinoiden yhdentymistä ja monipuolistumista sekä vähentämään systeemisen kriisin riskiä auttamalla sijoittajia, kuten vakuutusyhtiöitä ja pankkeja, sijoittamaan hajautetusti euroalueen valtionvelkakirjalainoihin. Valtionvelkakirjavakuudellisten arvopapereiden markkinoita kehittämällä komissio tavoittelee pankkien ja valtioiden välisen kytköksen löyhentämistä sekä kotimaan harhan heikentämistä.

Finanssikriisin jälkeen vähäriskisten euromääräisten valtionvelkakirjalainojen tarjonta on vähentynyt. Samanaikaisesti niiden kysyntä on kasvanut muun muassa sääntelymuutosten takia. Komission ehdotuksessa seniorilainojen olisi tarkoitus edustaa turvallista sijoitusinstrumenttia koko euroalueella. Ehdotuksen yksi tavoite onkin lisätä vähäriskisten arvopapereiden tarjontaa.

Voimassa oleva sääntely kohtelee valtionvelkakirjavakuudellisia arvopapereita tiukemmin pääoma- ja likviditeettivaatimusten sekä vakuuskelpoisuuden osalta verrattuna tuotteen vakuutena oleviin euromaiden valtionvelkakirjoihin. Syynä tiukempaan sääntelykohteluun on valtionvelkakirjavakuudellisen arvopaperin määrittelemisen arvopaperistetuksi tuotteeksi nykyisessä sääntelyssä.

Komission mukaan valtionvelkakirjavakuudellinen tuote ei kuitenkaan ole tavanomainen arvopaperistettu sijoitusinstrumentti. Valtionvelkakirjavakuudellisen arvopaperin taustalla olevat euromaiden valtionvelkakirjat ja niiden ominaisuudet ovat hyvin sijoittajien tiedossa. Edelleen tuotteen taustalla olevan arvopaperipoolin rakenne olisi käytännössä ennalta määrätty perustuen Euroopan keskuspankin (jäljempänä *EKP*) pääoma-avaimeen. Näin ollen tyypilliseen arvopaperistettuun tuotteeseen liittyvä informaation epäsymmetrisyys ja rakenteen monimutkaisuus eivät olisi vastaavalla tavalla läsnä valtionvelkakirjavakuudellisessa arvopaperissa. Komissio katsookin siihen liittyvien riskien olevan verrattavissa tuotteen vakuutena oleviin euromaiden valtionvelkakirjoihin.

Ehdotukseen ei sisälly laajempia muutosesityksiä nykyisen pankkisääntelyn valtionriskien kohteluun.

2 Ehdotuksen pääasiallinen sisältö

Asetusehdotuksen 1—3 artikloissa selostetaan asetuksen kohde ja soveltamisala sekä annetaan tarvittavat määritelmät. Valtionvelkakirjavakuudellisella arvopaperilla tarkoitetaan euromääräistä rahoitusinstrumenttia, jonka luottoriski on verrattavissa valtionvelkakirjoista koostuvaan portfolioon ja joka noudattaa käsillä olevaa asetusta.

Ehdotuksen 4—6 artikloissa säädetään valtionvelkakirjavakuudellisen arvopaperin vakuutena olevan valtionvelkakirjaportfolion rakenteesta, siihen lukeutuvien velkakirjojen juoksuajasta sekä valtionvelkakirjavakuudellisten arvopapereiden jakamisesta etuoikeudeltaan erityyppisiin arvopapereihin. Ehdotuksen 4 ja 5 artiklojen mukaan vakuutena olevan portfolion tulee koostua euromaiden euromääräisistä valtionvelkakirjoista, joiden maturiteettien tulee olla lähellä valtiovelkakirjavakuudellisten arvopapereiden maturiteettia. Jokaisen jäsenmaan suhteellisen painon portfoliossa tulee noudattaa mahdollisimman tarkasti maan osuutta EKP:n pääoma-avaimessa. Valtionvelkakirjavakuudellisten arvopapereiden liikkeeseenlaskusta huolehtivat erillisyhtiöt voivat poiketa tämän mukaisesta painotuksesta kunkin jäsenmaan kohdalla enintään viidellä prosentilla.

Ehdotuksen 4 artiklassa säädetään myös tilanteista, missä jäsenmaan valtionvelkakirjat voidaan jättää pois vakuutena olevasta portfoliosta. Näin on, mikäli jäsenmaan velan liikkeeseen laskut pienenevät merkittävästi vähäisemmän lainanottotarpeen vuoksi tai jäsenmaan pääsy velkamarkkinoille on merkittävästi vaikeutunut. Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen (*ESMA*) valvoo ja arvioi tältä osin tilannetta ja raportoi havainnoistaan komissiolle, joka voi päättää 4 artiklassa kuvatun tilanteen olemassaolosta täytäntöönpanosäädöksellä.

U 61/2018 vp

Ehdotuksen 6 artiklassa säädetään valtionvelkakirjavakuudellisten arvopapereiden annin jakamisesta yhteen seniorilainaan ja yhteen tai useampaan etuoikeudeltaan heikompaan lainaan. Seniorilainan tulee muodostaa 70 prosenttia valtiovelkakirjavakuudellisten arvopapereiden liikkeeseenlaskun nimellisarvosta. Etuoikeudeltaan heikompien lainojen tarkempi jako jätetään liikkeellelaskijan päätettäväksi kuitenkin niin, että juniorilainan nimellisarvon tulee olla vähintään kaksi prosenttia liikkeellelaskun nimellisarvosta. Vastaavasti kuin vakuutena olevan portfolion rakennetta voidaan muuttaa poikkeuksellisissa tilanteissa, erillisyhtiö voi alentaa seniorilainan osuutta 60 prosenttiin niissä liikkeellelaskuissa, jotka tapahtuvat sen jälkeen, kun komissio on vahvistanut vakavan häiriötilanteen olemassa olon valtion velkakirjamarkkinoilla.

Ehdotuksen 7 ja 8 artikloissa säädetään valtionvelkakirjavakuudellisten arvopapereiden liikkeellelaskusta ja hallinnoinnista. Liikkeellelaskun tulee tapahtua erillisyhtiön toimesta, joka on yksinomaan keskittynyt valtionvelkakirjavakuudellisiin arvopapereihin ja joka ei harjoita muuta riskiä sisältävää toimintaa. Erillisyhtiön tulee varmistaa, että vakuutena olevan portfolion rakenne säilyy muuttumattomana koko valtionvelkakirjavakuudellisen arvopaperin juoksuajan. Hallitakseen maturiteettiero vakuutena olevan portfolion velkakirjojen ja valtionvelkakirjavakuudellisten arvopapereiden välillä, erillisyhtiön sallitaan sijoittavan vakuutena olevasta portfoliosta tulevia tuottoja ainoastaan käteiseen tai erittäin likvideihin, vähän markkina- ja luottoriskiä sisältäviin sijoitusinstrumentteihin.

Ehdotuksen 9 artiklassa säädetään ehdoista, jotka sijoitusinstrumentin tulee täyttää saadakseen nimityksen 'valtionvelkakirjavakuudellinen arvopaperi'. Ehdot koskevat 4—6 artikloissa säädettyjä tekijöitä sekä ilmoitusmenettelyä ESMA:lle.

Ehdotuksen 10—12 artikloissa säädetään valtionvelkakirjavakuudellisten arvopapereiden ilmoitusmenettelystä ja läpinäkyvyysvaatimuksista. Niiden liikkeellelaskusta huolehtivat erillisyhtiöt ovat vastuussa tuotteelle asetettujen ehtojen noudattamisesta ja ilmoitusvaatimuksista. Erillisyhtiön tulee vähintään viikkoa ennen valtionvelkakirjavakuudellisten arvopapereiden liikkeellelaskua ilmoittaa ESMA:lle, että kyseiset arvopaperit täyttävät asetusehdotuksen 4—6 artikloissa säädetyt vaatimukset. Erillisyhtiöt ovat lisäksi vastuussa mahdollisista menetyksistä tai vahingoista, jotka johtuvat virheellisistä tai harhaanjohtavista ilmoituksista kansallisessa lainsäädännössä säädetyn edellytyksin. ESMA vastaa ilmoitusten julkaisemisesta verkkosivuillaan. ESMA:n tulee myös informoida toimivaltaisia viranomaisia kaikista valtionvelkakirjavakuudellisiin arvopapereihin liittyvistä ilmoituksista, jotta valvontaviranomaiset voivat suorittaa tehtävänsä kyseisten arvopapereiden liikkeellelaskuissa.

Ehdotuksen 13 ja 14 artikloissa säädetään valtionvelkakirjavakuudellisten arvopapereiden valvonnasta ja viranomaisten välisestä yhteistyöstä. Jäsenmaiden tulee nimetä toimivaltaiset viranomaiset huolehtimaan kyseisten arvopapereiden markkinoiden valvonnasta. Ottaen huomioon valtionvelkakirjavakuudellisten arvopapereiden valtioiden rajat ylittävä ominaisuus, toimivaltaisten viranomaisten ja ESMA:n tulee toimia läheisessä yhteistyössä ja jakaa tietoa niille kuuluvien valvontatehtävien hoitamiseksi. Viranomaisten välisellä yhteistyöllä pyritään myös varmistamaan johdonmukainen tulkinta ja yhteinen ymmärrys valtionvelkakirjavakuudellisille arvopapereille asetetuista vaatimuksista viranomaisten keskuudessa.

Ehdotuksen 15—18 artikloissa säädetään hallinnollista sanktioista ja korjaavista toimista tapauksissa, missä sijoitustuote, jonka erillisyhtiö on nimennyt 'valtionvelkakirjavakuudelliseksi arvopaperiksi', ei täytä kyseiselle tuotteelle asetettuja vaatimuksia tai missä ilmoitusmenettelyyn tai läpinäkyvyyteen liittyviä vaatimuksia rikotaan.

U 61/2018 vp

Kansallisen lainsäädännön säätäessä rikosoikeudellisista sanktioista kyseisistä rikkomuksista, toimivaltaisilla viranomaisilla tulee olla valtuudet siirtää ESMA:lle ja muille toimivaltaisille viranomaisille oleellisia tietoja rikkomukseen liittyvästä rikostutkinnasta. Erillisyhtiölle määrättyt sanktiot tulee julkaista ja valtionvelkakirjavakuudellinen arvopaperi, jonka on todettu rikkovan sille asetettuja vaatimuksia, tulee poistaa ilman aiheetonta viivytystä ESMA:n keräämästä listasta valtionvelkakirjavakuudellisista arvopapereista. Rikkomuksissa, jotka erillisyhtiö on toimivaltaisten viranomaisten arvion mukaan tehnyt hyvässä uskossa, toimivaltaiset viranomaiset voivat päättää antaa erillisyhtiölle maksimissaan kolme kuukautta aikaa korjata havaittu rikkomus.

Ehdotuksen 19 artiklassa säädetään käsillä olevan tuotteen makrovakauserävalvonnasta. ESRB:n tulee valvoa tuotteen markkinoiden kehittymistä.

Ehdotuksen 20 artiklassa säädetään jäsenvaltioiden velvollisuudesta ilmoittaa komissiolle ja ESMA:lle laista, asetuksista ja hallinnollisista määräyksistä liittyen tämän asetusehdotuksen mukaisten valvonta- ja seuraamusvelvoitteiden toimeenpanoon.

Ehdotuksen 21—24 artikloissa säädetään muutoksista muihin säädöksiin. Muutoksia esitetään seuraaviin säädöksiin: direktiivi siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta (2009/65/EY) (jäljempänä *UCITS-direktiivi*), direktiivi vakuutus- ja jälleenvakuutustoiminnan aloittamisesta ja harjoittamisesta (2009/138/EY) (jäljempänä *Solvenssi II-direktiivi*), asetus luottolaitosten ja sijoituspalveluyritysten vakavaraisuusvaatimuksista ja asetuksen (EU) N:o 648/2012 muuttamisesta (575/2013) (jäljempänä *CRR-asetus*) ja direktiivi ammatillisia lisäeläkkeitä tarjoavien laitosten toiminnasta ja valvonnasta (2016/2341) (jäljempänä *IORP II-direktiivi*).

UCITS-direktiiviin komissio ehdottaa uuden 54a artiklan lisäämistä sen varmistamiseksi, että poikkeukset, missä jäsenvaltiot sallivat UCITS-rahaston sijoittavan varoistaan 100 prosenttiin asti siirtokelpoisiin arvopapereihin, jotka on laskenut liikkeelle julkisyhteisö tai joilla on julkisyhteisön takaus, ulotetaan koskemaan myös valtionvelkakirjavakuudellisia arvopapereita.

Vakuutusyhtiöiden kohdalla valtionvelkakirjavakuudellisia arvopapereita kohdellaan nyky sääntelyssä arvopaperistettuna tuotteena. Solvenssi II-direktiivin mukaan arvopaperistettuihin tuotteisiin sovelletaan pääomavaatimuksia korkomarginaaliriskille (engl. *spread risk*) laskettaessa perusvakavaraisuuspääomavaatimusta. Tämä asettaa valtionvelkakirjavakuudelliset arvopaperit heikompaan asemaan suhteessa suoriin sijoituksiin kotimaan valuutan määräisiin valtionvelkakirjoihin. Tästä syystä Solvenssi II-direktiivin 104 artiklaa ehdotetaan muutettavaksi siten, että valtionvelkakirjavakuudellista arvopaperia kohdellaan perusvakavaraisuuspääomavaatimusta laskettaessa samalla tavalla kuin jäsenvaltion kotimaanvaluutan määräisiä velkakirjoja.

Edelleen komissio esittää lisäyksiä CRR-asetuksen 268, 325 ja 390(7) artikloihin. Niillä varmistetaan kyseisen arvopaperin vastaava kohtelu valtionvelkakirjoihin tehtyjen suorien sijoitusten kanssa vakavaraisuusasetuksen asettamien pääomavaatimusten ja keskittymäriskille asetettujen rajoitusten osalta.

IORP II –direktiivi sisältää rajoja korkoriskimarginaalille työeläkerahastoille. Jäsenmaat voivat kuitenkin valita olla soveltamatta niitä valtionvelkakirjoihin tehtävien sijoitusten osalta. Jäsenmaat voivat IORP II –direktiivin mukaan myös asettaa määrällisiä rajoituksia arvopaperistamiselle. Komissio esittää uuden 18a artiklan lisäämistä IORP II –direktiiviin,

missä säädetään yhtäläisestä kohtelusta valtionvelkakirjavakuudellisen arvopaperin ja valtionvelkakirjan välillä.

Ehdotuksen mukaan komissio toteuttaa tarvittavat muutokset edellä mainittuihin direktiiveihin ja asetukseen liittyviin delegoituihin säädöksiin.

Ehdotuksen 25 artiklassa säädetään komission velvollisuudesta suorittaa asetusta koskeva arviointi aikaisintaan viiden vuoden päästä asetuksen voimaantulosta.

3 Ehdotuksen oikeusperusta ja toissijaisuusperiaate

Asetusehdotuksen oikeusperustana on Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen (SEUT) 114 artikla. Siinä annetaan unionin toimielimille valtuudet antaa sisämarkkinoiden toteuttamista ja toimintaa koskevat asianmukaiset säännökset.

Valtionvelkakirjavakuudellisia arvopapereita koskevalla ehdotuksella komissio pyrkii edistämään euroalueen rahoitusmarkkinoiden vakautta ja syventämään sisämarkkinoita.

Valtioneuvosto pitää ehdotuksen oikeusperustaa asianmukaisena.

Toissijaisuusperiaatteen mukaisesti toimia on toteutettava Euroopan unionin tasolla vain, jos jäsenvaltiot eivät voi yksin saavuttaa suunniteltuja tavoitteita riittävällä tavalla, vaan ne voidaan saavuttaa paremmin unionin tasolla. Komission todentamia sääntelyesteitä, jotka haittaavat valtionvelkakirjavakuudellisten arvopapereiden markkinalähtöistä kehittämistä, löytyy useasta kohtaa unionin lainsäädäntöä. Niitä koskevat muutokset on tehtävä unionin tasolla.

Oikeudellisten näkökohtien lisäksi komissio katsoo, että valtionvelkakirjavakuudellisten arvopapereiden markkinalähtöistä kehittämistä on tarkoituksenmukaista käsitellä unionin tasolla, koska kansalliset toimet saattaisivat johtaa eri sijoitusinstrumenttien edistämiseen eri jäsenvaltioissa ja siten edelleen markkinakysynnän segmentoitumiseen eri instrumenttien välillä. Jäsenvaltiot voisivat myös päätyä kilpailemaan toistensa kanssa tarjotakseen mahdollisimman houkuttelevan sääntely-ympäristön käsillä olevalle sijoitusinstrumentille. Molemmissa tapauksissa kansalliset toimet voivat komission mukaan muodostaa esteitä sisämarkkinoille.

Valtioneuvosto arvioi ehdotuksen olevan toissijaisuusperiaatteen mukainen.

4 Ehdotuksen vaikutukset

4.1 Ehdotuksen vaikutukset kansalliseen lainsäädäntöön

Ehdotettu säädös on asetuksena suoraan sovellettava eikä siten edellytä kansallista täytäntöönpanoa.

Asetusehdotuksessa esitetään täydennyksiä UCITS-direktiiviin (2009/65/EY), Solvenssi II-direktiiviin (2009/138/EY), CRR-asetukseen (575/2013) ja IORP II-direktiiviin (2016/2341). Näiden täydennysten takia voi olla tarpeen tehdä muutoksia ainakin sijoitusrahastolakiin (48/1999), Finanssivalvonnasta annettuun lakiin (878/2008) ja vakuutusyhtiölakiin (521/2008).

4.2 Komission vaikutusarvio

Komissio on ehdotuksen laatimisen yhteydessä tarkastellut useampia eri toimintavaihtoja, joilla ehdotukselle asetetut tavoitteet pyrittäisiin saavuttamaan. Vaihtoehdot poikkeavat toisistaan ehdotuksen soveltamisalan laajuuden suhteen eli sen osalta, sovellettaisiinko ehdotuksen mukaista sääntelyä kaikkiin euroalueen jäsenvaltioiden valtionvelkakirjoista arvopaperistamalla muodostettuihin sijoitusinstrumentteihin vai ainoastaan niihin, jotka noudattavat tiettyjä standardointivaatimuksia. Yksi tarkastelluista vaihtoehdoista oli myös ehdotuksen mukaisen sääntelykohtelun ulottaminen koskemaan euroalueen jäsenvaltioiden valtionlainoista koottaviin lainoihin ilman lainan jakamista etuoikeudeltaan eri osiin. Edelleen vaihtoehdot eroavat sen suhteen, myönnetäänkö ainoastaan valtionvelkavakuudellisen arvopaperin seniorilainoille yhteneväinen sääntelykohtelu taustalla olevien valtionvelkakirjojen kanssa vai ulotetaanko se myös juniorilainoihin. Lisäksi komissio tarkasteli vaihtoehtoisia valvontamalleja.

Vaikutusarviossa oli kaksi eri skenaariota. Toisessa valtionvelkakirjavakuudellisten arvopapereiden markkina jää suuruudeltaan 100 mrd. euron kokoiseksi (rajallinen volyyymi), toisessa markkina muodostuu 1500 mrd. euron suuruiseksi (pitkän aikavälin tasapaino).

Komission analyysin tulokset alleviivaavat standardoinnin tärkeyttä valtionvelkakirjavakuudellisten markkinoiden kehittämisessä. Sen sijaan niiden vaihtoehtojen osalta, joihin liittyy standardointivaatimuksia, analyysi ei tunnista vaikuttavuudeltaan ja tehokkuudeltaan yhtä ylitse muiden olevaa mallia. Valvontamekanismin osalta analyysi tukee vaihtoehtoa, joka perustuu liikkeellelaskijan todistukseen ja jota mahdollisesti täydennetään vapaaehtoisella kolmannen osapuolen sertifiointilla.

Vaikutusarviossa on pyritty tuottamaan myös kvantitatiivista tietoa siitä, millaisia vaikutuksia sääntelyesteiden poistamisella olisi eri skenaarioissa. Olettamalla, että valtionvelkavakuudellisen arvopaperin seniorilainalle myönnetään korkein mahdollinen luottoluokitus, komissio arvioi korkeimman luottoluokituksen saaneiden valtionvelkakirjojen volyymin kasvavan euroalueella kahdella prosentilla rajallisen volyymin skenaariossa ja 30 prosentilla pitkän aikavälin tasapainoskenaariossa valtionvelkakirjavakuudellisten arvopapereiden käyttöönoton myötä. Komissio myös arvioi pankkien vähentävän rajallisen volyymin skenaariossa hallussaan pitämiä kotivaltion velkakirjoja kolmella prosentilla vastaavan luvun ollessa 34 prosenttia pitkän aikavälin tasapainoskenaariossa.

Komissio ei näe asetusehdotuksella olevan suoria vaikutuksia yksityissijoittajiin, kotitalouksiin tai pk-yrityksiin, koska näiden ei oleteta olevan aktiivisia toimijoita valtionvelkakirjavakuudellisten arvopapereiden markkinoilla.

Jäsenmaiden velkatoimistot ovat kantaneet huolta valtionvelkakirjavakuudellisten arvopapereiden haitallisiin vaikutuksiin muun muassa kansallisten valtionvelkakirjamarkkinoiden likviditeettiin ja tätä kautta edelleen velkakirjojen hinnoitteluun ja lainanoton kustannuksiin. Komissio toteaa vaikutusarviossaan, että huolet likviditeetin osalta ovat relevantimpia pienempien jäsenmaiden kohdalla ja riippuvat lopulta valtionvelkakirjavakuudellisten arvopapereiden markkinoiden koosta.

4.3 Vaikutukset talouteen

Valtionvelkavakuudellisten arvopapereiden markkinoiden kehittämisen taloudellisia vaikutuksia on vaikea arvioida, koska kysymyksessä on uusi tuote. Kuten ESRB HLTF on raportissaan todennut, tuotteen kysyntä ja sen vaikutukset rahoitusmarkkinoihin on viime kädessä empiirinen kysymys, jota voidaan tarkemmin arvioida vasta sen jälkeen, kun tuotteen markkinalähtöistä kehittämistä haittaavat sääntelyesteet on poistettu.

Olettaen, että sijoittajien kysyntä tuotteelle on riittävän suurta, valtionvelkavakuudelliset arvopaperit pienentävät systeemistä riskiä heikentämällä pankkien ja valtioiden välistä yhteyttä ja kotimaan harhaa pankkien valtionvelkakirjasijoitusten ollessa aikaisempaa paremmin hajautettuja uuden tuotteen kautta. Finanssikriisissä pankkien ja valtioiden välisen kytköksen haitallisia vaikutuksia vahvasti nimenomaan pankkien taseissa olleet suuret riskikeskittymät niiden kotimaan valtionvelkakirjalainoissa.

Ei ole kuitenkaan selvää, että valtionvelkakirjavakuudellisten arvopapereiden markkinat kehittyisivät ainakaan lyhyellä aikavälillä kovinkaan suuriksi. Pankit voisivat jo nyt jäljitellä omistuksia valtionvelkakirjavakuudellisiin arvopapereihin sijoittamalla hajautetusti euroalueen valtionvelkakirjoihin. Näin pankit eivät kuitenkaan ole toimineet. Myös Suomen finanssialalta saatu palaute ei anna syytä olettaa, että tuotteelle löytyisi välttämättä merkittävästi kysyntää. Saadun palautteen mukaan suomalaiset pankit ja vakuutusyhtiöt eivät näe tällä hetkellä erityistä tarvetta valtionvelkakirjavakuudellisille arvopapereille. Komissio myös itse odottaa, että valtionvelkakirjavakuudellisten arvopapereiden markkinat kehittyvät vain vähitellen ajan saatossa.

Tuotteen kysyntää voi osaltaan rajoittaa siihen sisältyvän riskin vaikeampi hahmottaminen suhteessa yksittäisiin valtionvelkakirjalainoihin. Oleellista tuotteen kysynnälle tulee myös olemaan luottoluokituslaitosten suhtautuminen sen seniorilainaosuuteen. On olemassa riski, että tuotteen vakuuspoolissa olevat heikompileatuiset valtionvelkakirjalainat ”saastuttavat” koko tuotteen ja heikentävät täten kysyntää myös senioriosuudelle.

Valtionvelkakirjavakuudelliset arvopaperit eivät tule toimimaan uusina kriisinhallintainstrumentteina, joilla voitaisiin helpottaa ongelmiin ajautuneiden jäsenvaltioiden markkinoille pääsyä. Komission ehdotuksen mukaan ongelmiin ajautuneen jäsenvaltion velkakirjat voidaan sulkea pois valtionvelkakirjavakuudellisen arvopaperin vakuutena olevasta poolista. Ja kuten nähtiin finanssikriisissä, markkinapaniikin iskiessä sijoittajat hylkäsivät arvoperistettuja tuotteita riippumatta niiden monimutkaisuudesta. Valtionvelkakirjavakuudelliset arvopaperit eivät välttämättä muodostaisi tässä poikkeusta. Myös ESRB HLTf toteaa raportissaan, että valtionvelkakirjavakuudelliset arvopaperit eivät takaa valtioille vakaata rahoituslähdettä kriisien aikana.

Eri sijoitusinstrumenttien pääomavaatimukset tulisi perustua lähtökohtaisesti niiden todellisiin riskeihin. Tästä näkökulmasta tarkasteltuna nykyinen sääntelyjärjestelmä, missä eurovaltioiden liikkeeseen laskemien velkakirjojen riskipainoina voidaan käyttää nollaa prosenttia, on kyseenalainen. Komissio ehdottaa esityksessään uuden sijoitusinstrumentin luomista, joka saisi sääntelyssä vastaavan kohtelun kuin valtionvelkakirjat. Yhtäläinen kohtelu ulotettaisiin komission ehdotuksessa seniorilainojen lisäksi koskemaan myös etuoikeudeltaan heikompia lainoja. Tähän liittyy rahoitusmarkkinoiden vakauden näkökulmasta ongelmallisia piirteitä. ESRB HLTf esitti yhtäläistä sääntelykohtelua valtionvelkakirjojen kanssa ainoastaan seniorilainojen osalta.

Velkatoimistot ovat nähneet monia ongelmia valtionvelkakirjavakuudellisissa arvopapereissa ja ne ovat suhtautuneet suurella varauksella siihen, että tuote saavuttaisi sille asetetut tavoitteet. Eräs keskeinen velkatoimistojen esittämä huoli on, että kyseinen instrumentti tulisi heikentämään valtioiden velkakirjojen likviditeettiä. Likviditeetin huonontuminen heikentäisi valtioiden velkakirjojen hinnoittelua ja lisäisi valtioiden kustannuksia kalliimman lainanoton välityksellä. Komissio on arvioinut, että vaikutukset valtioiden velkakirjamarkkinoiden likviditeettiin jäisivät vähäisiksi, koska kyseisen tuotteen markkinoiden ei odoteta kooltaan kehittyvän niin suuriksi, että se heikentäisi merkittävästi likviditeettiä. Komissio on

vaikutusarviossaan tosin todennut, että tuote saattaa pienten ja vähän velkaantuneiden maiden kohdalla vähentää velkamarkkinoiden likviditeettiä.

Velkatoimistot ovat myös kantaneet huolta siitä, että esimerkiksi valtionvelkakirjavakuudellisen arvopaperin konstruointiin liittyvien riskinhallintatarpeiden takia esitettäisiin vaatimuksia valtioiden velkakirjojen liikkeeseenlaskujen ajoitusten yhdenmukaistamiseen tai kohdistettujen antien järjestämiseen. Nämä järjestelyt lisäisivät riskiä valtionlainojen heikommalle hinnoittelulle ja korkeammille lainanoton kustannuksille.

Ehdotuksella ei ole vaikutuksia valtion budjettiin. Finanssivalvonnan tehtävien ja kustannusten voidaan odottaa lisääntyvän, mutta lähtökohtaisesti nämä muutokset tulevat olemaan vähäiset. Uudet valvontatehtävät hoidetaan odotettavasti merkittävin osin nykyisen valvontatyön puitteissa.

Ehdotuksen kustannusneutraalisuus valtiontalouden kannalta perustuu siihen, että valtionvelkakirjavakuudellisten arvopapereiden markkinoita kehitetään markkinalähtöisesti siten, että tuotteen riskit ja mahdolliset tappiot jaetaan yksityisten sijoittajien kesken. Tilanne olisi toinen, mikäli tuotteen kysyntää pyrittäisiin edistämään julkisen talouden tukitoimin esimerkiksi liittämällä tuotteeseen valtiontakaus. Tällaista on esittänyt esimerkiksi EKP:n varapääjohtaja Vítor Constâncio juniorilainan osalta komission ja EKP:n yhteisseminaarissa pitämässään puheessa toukokuussa 2018. Myös muuttamalla nykyistä sääntely-ympäristöä siten, että valtionvelkakirjavakuudellisiin arvopapereihin sijoittavia kohdeltaisiin sääntelyssä suopeammin verrattuna suoraan valtion velkakirjoihin sijoitaviin, lisäisi valtion kustannuksia nostamalla lainanoton kustannuksia.

5 Ahvenanmaan toimivalta

Asia ei kuulu Ahvenanmaan itsehallintolain (1144/1991) 5 luvun 27 §:n perusteella maakunnan lainsäädäntövaltaan.

6 Ehdotuksen kansallinen käsittely

Asetusehdotus on lähetetty tiedoksi ja mahdollisille kommentteille 25.5.2018 eri sidosryhmille.

Asetusehdotus ja siitä laadittu luonnos valtioneuvoston kirjelmäksi on ollut lausunnolla Rahoituspalvelut ja pääomaliikkeet –jaoston kirjallisessa menettelyssä 14.—21.6.2018.

Kirjelmä on ollut EU-ministerivaliokunnan käsiteltävänä 26.6.2018.

7 Ehdotuksen käsittely EU:ssa ja toisten jäsenvaltioiden kannat

Komissio on esitellyt ehdotuksensa 8 päivänä kesäkuuta 2018 talous- ja rahoituskomitean epävirallisessa kokouksessa. Kokouksessa jäsenmaat suhtautuivat esitykseen hyvin kriittisesti.

Saksalta ja Ranskalta on tullut myös yhteinen kannanotto, jonka mukaan valtionvelkakirjavakuudellisia arvopapereita koskevan asetusehdotuksen käsittelyä ei tulisi jatkaa.

ESRB HLTF järjesti toimikautensa aikana 2016—2017 julkisen kuulemisen valtionvelkakirjavakuudellisista arvopapereista sekä järjesti kaksi niitä käsittelevää seminaaria. Saadun palautteen mukaan markkinatoimijat katsovat, että rahoitusmarkkinoiden syvempi integraatio ja pankkien valtionvelkakirjaportfolioiden nykyistä laajempi

hajauttaminen olisi tarpeen Euroopassa, mutta samaan aikaan toimijoiden näkemykset kyseisen tuotteen toteutuskelpoisuudesta vaihtelivat. Erityisesti toimijat näkivät kysymysmerkkejä juniorilainan markkinakelpoisuudessa.

Valtionvelkakirjavakuudelliset arvopaperit olivat esillä komission pankki- ja vakuutusalan asiantuntijaryhmässä (Expert Group on banking, payments and insurance) huhtikuussa 2018. Jäsenvaltioiden edustajat kyseenalaistivat siellä tarpeen kyseiselle tuotteelle.

Ehdotuksen yksityiskohtaisempi käsittely alkaa neuvostossa näillä näkymin heinäkuussa 2018.

Asetusehdotusta tullaan käsittelemään Euroopan parlamentissa talous- ja raha-asioiden valiokunnassa. Parlamenttikäsittelyn tarkemmasta aikataulusta ei ole vielä tietoa.

8 Valtioneuvoston kanta

Valtioneuvosto tukee komission ehdotuksen yleistavoitetta eurooppalaisten rahoitusmarkkinoiden yhdentymisen ja monipuolistumisen edistämisestä. Valtioneuvosto pitää niin ikään tärkeänä ja kannatettavana ehdotukselle asetettuja tavoitteita pankkien ja valtioiden välisen kytköksen löyhentämisestä sekä pankkien kannustamisesta sijoittamaan nykyistä hajautetummin eri maiden valtionvelkakirjalainoihin.

Valtioneuvosto pitää komission lähestymistapaa valtionvelkakirjavakuudellisten arvopapereiden markkinoiden kehittämiseksi kysyntäperusteisesti, missä yksityinen sektori on keskeisessä roolissa, kannatettavana. Valtioneuvosto korostaa, että jäsenvaltioiden tai niiden omistamien instituutioiden ei tule osallistua valtionvelkakirjavakuudellisten arvopapereiden riskien ja mahdollisten tappioiden kantamiseen, vaan ne tulee komission ehdotuksen mukaisesti jakaa ainoastaan yksityisten sijoittajien kesken.

Valtioneuvosto pitää tärkeänä, että valtionvelkakirjavakuudellisten arvopapereiden mahdolliset haitalliset vaikutukset valtionvelkakirjamarkkinoiden toimintaan pyritään minimoimaan.

Valtioneuvosto suhtautuu varauksellisesti komission ehdotukseen ulottaa yhtäläinen sääntelykohtelu valtionlainojen kanssa koskemaan valtionvelkakirjavakuudellisen arvopaperin seniorisuuden lisäksi myös etuoikeudeltaan heikompia osuuksia.

Valtioneuvosto pitää tärkeänä valtionvelkakirjavakuudellisten arvopapereiden markkinoiden valvontaan osallistuvien toimivaltaisten viranomaisten riittävää tiedonsaantia sen varmistamiseksi, että tuotteen liikkeellelaskusta huolehtivat erillisyhtiöt noudattavat asetuksessa tuotteelle asetettuja standardointi- ja muita vaatimuksia. Riittävään tiedonsaantiin on kiinnitettävä huomiota myös valtioiden rajat ylittävissä transaktioissa.