



# EURO & TALOUS

SUOMEN PANKIN AJANKOHTAISIA ARTIKKELEITA TALOUDESTA

# Sisältö

---

|   |   |
|---|---|
| Varjopankkitoimintaa vai ei? Muuttuvat rahoitusmarkkinat ovat haaste kansainvälisille määritelmille | 3 |
|---|---|

---

## ANALYYSI

# Varjopankkitoimintaa vai ei? Muuttuvat rahoitusmarkkinat ovat haaste kansainvälisille määritelmille

EILEN 13:00 • ANALYYSI • RAHOITUSVAKAUS • KIMMO KOSKINEN

- Kimmo Koskinen  
Vanhempi ekonomisti

Kiinnostus varjopankkitoimintaan on viime aikoina kasvanut. Taustalla ovat etenkin uusien rahoitusalan toimijoiden kuten vertaislainayhtiöiden ja joukkorahoituksen kasvu. Ilmiönä varjopankkisektori on kuitenkin laajempi ja sisältää monen tyyppistä rahoitustoimintaa. Yleisesti ottaen sillä tarkoitetaan joko osittain tai täysin perinteisen pankkisektorin ulkopuolella tapahtuvaa rahoituksen välitystä. Täysin yksiselitteistä kansainvälistä määritelmää ei varjopankkisektorille kuitenkaan ole olemassa.



Tässä artikkelissa esitetyt mielipiteet ovat kirjoittajan omia eivätkä välttämättä edusta Suomen Pankin näkemystä.

## Varjopankkisektori kasvoi jo ennen finanssikriisiä

Selkeän määrittelyn ja yksityiskohtaisen tilastotiedon puute vaikeuttaa sekä varjopankkitoiminnan analyysiä että mahdollisuuksia puuttua mahdollisiin siihen liittyviin ongelmiin. Vaikka on suotavaa, että rahoituksen välitys monipuolistuu myös perinteisen pankkisektorin ulkopuolelle, on varjopankkitoiminnan seuranta erittäin

tärkeää. Viimeisin finanssikriisi osoitti, että myös pankkisektorin ulkopuolelta välittyvä rahoitus voi olla pankkien tavoin potentiaalinen järjestelmäriskin lähde rahoitusmarkkinoilla.

Globaalin rahoitusjärjestelmän keskeisin tehtävä taloudessa on kanavoida rahoitusta säästäjiltä rahoituksen tarvitsijoille. Varat ohjautuvat lainanantajilta lainanottajille yleensä joko suoraan esimerkiksi pääomamarkkinoiden kautta tai rahoituksen välittäjien<sup>[1]</sup> eli pankkien tai muiden rahoituslaitosten<sup>[2]</sup> välittämänä.

Viime vuosikymmeninä muiden rahoituslaitosten osuus rahoituksen välityksessä on ollut kasvussa, joskin kehitys on ollut syklistä ja toiminnan luonne on muuttunut ajan myötä. Kehityksen taustalla on ollut usein pankkitoiminnan muuttuminen. Erityisesti investointipankkitoiminnan kehittyminen on jo pitkään hämärtänyt pankkitoiminnan rajoja.

Etenkin suurista pankeista on usein tullut finanssitaloja, joiden tuotoista merkittävä osa syntyy esimerkiksi välitys- ja neuvontapalkkioista, sijoitustoiminnasta, markkinatakkauksesta, varainhoidosta ja jopa vakuutustoiminnasta, eikä niinkään perinteiseksi ajatellusta pankkitoiminnasta. Erityisesti Yhdysvalloissa pankkien ns. originate-to-distribute -toimintamalli siirsi jo ennen finanssikriisiä merkittävästi yksityisen sektorin luotonantoa pankkisektorin ulkopuolelle.

Finanssikriisin myötä rahoitusjärjestelmä sekä rahoituksen välitys ovat jälleen muutoksen kourissa, ja muutoksen keskiössä ovat pankit. Kriisiperinnön lisäksi pankkien liiketoimintamalleja muovaavat uuteen uskoon mm. pankkisektorin kiristytvä sääntely, digitalisaatio ja rahoitusinnovaatiot sekä haastava toimintaympäristö.<sup>[3]</sup> Pankkitoiminta etsiikin jälleen uusia rajojaan. Myös kilpailu perinteisestä pankkitoiminnasta laajenee. Etenkin maksuliikenteessä pankkisektorin ulkopuoliset toimijat etsivät jo mahdollisuuksia laajentaa toimintaansa pankkitoiminnan puolelle. Kiristynyt pankkisääntely ja pankkitoiminnan pienentyminen ovat luoneet uudelleen kasvumahdollisuuksia myös pankkitoiminnan ulkopuolisen luotonannon kasvuille.

Erityisesti rahastotoiminnasta on muodostunut finanssikriisin jälkeen merkittävä rahoituksen välityskanava pankkien rinnalle. Erilaiset rahastot tarjoavat niin institutionaalisille kuin piensijoittajillekin mahdollisuuden hajauttaa säästöjä globaalisti erilaisiin varallisuuseriin, kuten velkakirjalainoihin, osakkeisiin, kiinteistöihin, hyödykkeisiin ja kasvavassa määrin myös lainoihin. Rahastojen lisäksi myös uudet

---

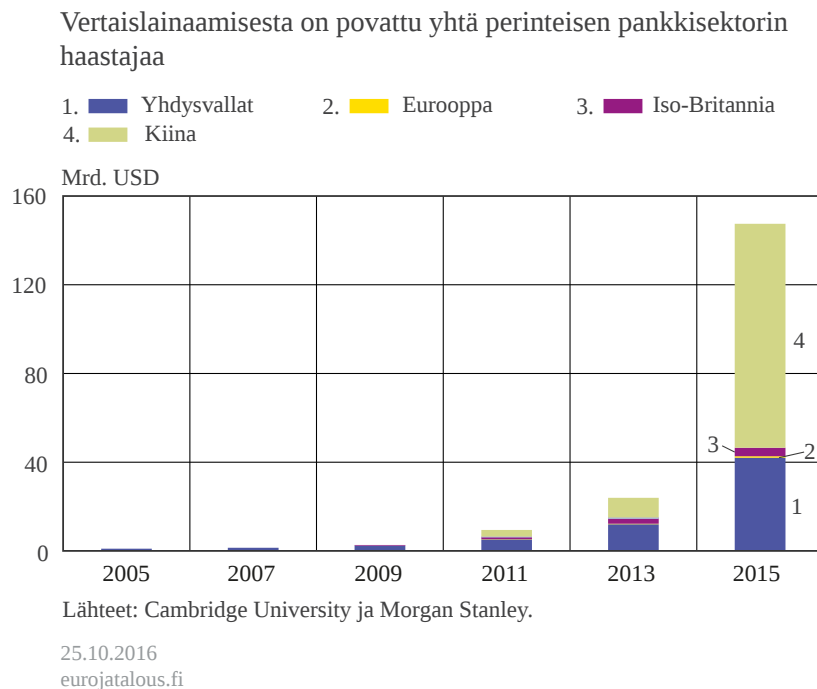
1. Rahoituksen välitys (ns. credit intermediation). Termi "credit" (=luotto) tulkitaan etenkin tilastomerkityksessä usein käsittävän lainojen lisäksi velkakirja- ja osakemuotoisen rahoituksen. Tosin usein käytännössä termi käsittää vain velkakomponentin eikä omanpääoman ehtoista rahoitusta.

2. Muihin rahoituslaitoksiin kuuluvat rahoitusyritykset välittävät rahoitusta velkaantumalla pääasiallisesti muuten kuin ottamalla vastaan talletuksia ja/tai talletuksiin verrattavia vastikkeita. Tähän sektoriin luettavat yksiköt voivat harjoittaa samantapaista rahoitusvälitystä kuin osa luottolaitossektoriin luettavista toimijoista. Sektoriin kuuluvat mm. erilaiset sijoitusrahastot, henkilöstörahastot, panttikonttorit, erilaiset erikoisrahoitusyhtiöt, pikavippiyhtiöt, vertaislainaajat, erillisyhtiöt ja rahoitusyritysten hallintayhtiöt. Lisäksi sektoriin kuuluvat mm. rahoituksen ja vakuutuksen välitystä avustavat laitokset, kuten arvopaperinvälitysliikkeet, arvopaperien markkinapaikat (kuten pörssit), luottotietoja ja luottokelpoisuutta arvioivat laitokset, johdannaisinstrumentteja järjestävät laitokset, vakuutuksia välittävät liikkeet jne.

3. Hidas talouskasvu ja matala korkoympäristö.

toimijat kuten vertaislainaajat ja joukkorahoitus ovat ottaneet pienen mutta kasvavan osuuden perinteisestä pankkiluotonannosta.

Kuvio 1.



Osaan näistä perinteisen pankkisektorin ulkopuolella operoivista toimijoista saattaa liittyä monia pankkitoimintaan vahvasti rinnastettavia piirteitä ja myös samoja riskejä. Näistä toimijoista on viimeisen finanssikriisin jälkeen alettu käyttää usein termiä varjopankit,<sup>[4]</sup> vaikka toimijoilla ei hirveästi yhteisiä liityntäpintoja olisikaan.

Nimitystä varjopankki käytti ensimmäisenä ekonomisti Paul McCulley vuonna 2007,<sup>[5]</sup> kuvaamaan Yhdysvaltojen markkinakeskeistä rahoituksenvälitysprosessia (1). Prosessille tyypillistä oli muuntaa varjopankkisektorin avulla epälikvidejä pankkiluottoja likvideiksi arvopapereiksi ja siirtää pankkiluottoihin liittyviä riskejä pankeilta sijoittajille. Tähän prosessiin liittyi pankkien lisäksi useita toimijoita, kuten lainameklareita,

4. Johtuen termin varjopankki usein negatiivisesta sävystä, osa kirjallisuudesta ja markkinaosapuolista käyttää tämän termin sijasta käsitettä markkinaperusteinen rahoitus (marked-based financing) (3), joka kuvaa toiminnan luonnetta neutraalimmin. Lisäksi erilaiset rahastot ja varainhoito/sijoituspalveluyhtiöt käyttävät itsestään mieluummin nimitystä varainhoitotoimiala (Asset management industry). Negatiivisesta sävystä johtuen moni markkinatoimija pyrkiikin pääsääntöisesti välttämään leimautumasta varjopankiksi. Tässä liiteartikkelissa käytetään kuitenkin termiä varjopankki johtuen sen vakiintuneesta käytöstä, niin virallisissa kuin epävirallisissakin yhteyksissä. Termiä käyttää mm. rahoitusmarkkinoiden vakausneuvosto (FSB).

5. Ilmiönä varjopankit tai pankkisektorin ulkopuolella tapahtuva rahoituksen välitys on kuitenkin selvästi tätä vanhempi. Historia tuntee Euroopassa varjopankkitoimintaa jopa vuosisatojen takaa (2). Nykyiseen muotoonsa moderni varjopankkitoiminta on kehittynyt kuitenkin vasta viimeisen 30-vuoden aikana. Varjopankkisektorin kehityksen veturina on toiminut etenkin Yhdysvallat.

rahoitusyhtiöitä, omaisuusvakuudellisia velkakirjalainoja laskevia erillisyhtiöitä, strukturoituja sijoitusyhtiöitä, rahamarkkinarahastoja, hedgerahastoja ja arvopaperien vakuuttajia. Varjopankkisektorilla oli merkittävä vaikutus kehityskulkuun, joka johti asuntomarkkinoiden ylikuumenemiseen ja asuntokuplan puhkeamiseen Yhdysvalloissa (ns. sub-prime kriisi). Varjopankkisektorin keskiössä oli etenkin asuntolainojen arvopaperistaminen ja siihen liittyvä rahoitustoiminta.<sup>[6]</sup>

Vaikka varjopankkisektori kasvoi myös Euroopassa finanssikriisiä edeltävinä vuosina, oli sen rooli Euroopan rahoitusmarkkinoilla selvästi pienempi kuin Yhdysvalloissa. Kytkökset Yhdysvaltojen ja Euroopan rahoitussektorien välillä olivat kuitenkin vahvoja, joten finanssikriisin vaikutukset heijastuivat nopeasti mantereelta toiselle. Finanssikriisistä johtuen termi varjopankki herättää usein negatiivisia tunteita.

Viime vuosina termi varjopankki on laajentunut koskemaan myös muunlaista liiketoimintaa, kuten sijoitusrahastoja. Finanssikriisin jälkeen viranomaiset ovatkin pyrkineet lisäämään useisiin perinteisen pankkisektorin ulkopuolisiin rahoitusalan toimijoihin kohdistuvaa seurantaa ja mahdollisesti myös sääntelyä sekä täsmentämään pankkisektorin ulkopuolella tapahtuvan toiminnan määritelmää.

Ongelmana on, että varjopankkisektorille ei ole olemassa täysin yksiselitteistä kansainvälistä määritelmää ja käsitteet saattavat vaihdella merkittävästi eri tutkimusten, selvitysten ja lähteiden välillä. Esimerkiksi IMF listasi vuoden 2014 varjopankkisektoriin liittyvässä artikkelissaan (3) viime vuosilta peräti 13 erilaista määritelmää varjopankkisektorille.<sup>[7]</sup>

## Kirjallisuuden määritelmiä varjopankkitoiminnalle

Karkeasti ottaen varjopankkitoiminnalla tarkoitetaan usein joko osittain tai täysin perinteisen pankkisektorin ulkopuolella tapahtuvaa rahoituksen välitystä (3). Yleisesti ottaen eri määritelmät varjopankeille tai varjopankkitoiminnalle ovat usein kirjallisuudessa seuraavat:

1) **Varjopankit eivät ole talletuspankkeja** eli ne eivät nykyisen rahateorian mukaan luo rahaa (talletuksia ns. liikepankkirahaa<sup>[8]</sup> myöntämällä luottoja [5]. Varjopankkien täytyy hankkia rahoitus ensin pankkitililleen, jotta ne voivat sijoittaa näitä varoja tai myöntää luottoja eteenpäin (6).<sup>[9]</sup> Varjopankit voivat rahoittaa toimintaansa esimerkiksi hankkimalla rahoitusta rahamarkkinoilta. Muun muassa hedgerahastot toimivat

---

6. Varjopankkien kannalta vuoden 2008 finanssikriisi oli siinä mielessä merkittävä että se oli ensimmäinen kriisi, jossa ns. varjopankeilla oli keskeinen rooli.

7. Määritelmässä voi olla merkittäviäkin eroja, sillä esimerkiksi Yhdysvaltain keskuspankki Fed ei lähtökohtaisesti määrittele sijoitusrahastojen kuuluvan varjopankkisektoriin, kun taas rahoitusmarkkinoiden vakausneuvosto (FSB) mukaan ne ovat osa varjopankkisektoria, ainakin sen laajimmassa mielessä (3). Myös EKP:n vuoden 2015 rakenneraportissa sijoitusrahastot luetaan osaksi EKP:n laajaa varjopankkisektoria (4).

8. Liikepankkiraha, eli likvidi pankkitalletus, syntyy nykyisin valtaosin pelkkänä tilikirjauksena talletuspankin myöntäessä luottoa asiakkaalleen. Tässä ostovoimaa syntyy tyhjästä. Rahalaitosten toteuttama rahan luominen on pitkän päälle inflaation välttämätön ehto ja tavallaan aina sen pohjimmainen lähde (7)

9. Vaikka esim. tiettyjen rahamarkkinarahastojen rahasto-osuuksia voidaan pitää hyvin likvideinä eli rahan kaltaisina ("money-like"), ei niitä voi käyttää yleisenä maksuvälineenä pankkitalletusten tapaan.

aktiivisesti rahamarkkinoilla ja rahoittavat sijoitustoimintaansa esimerkiksi repo- tai johdannaismarkkinoilla. Lisäksi rahastot rahoittavat toimintaansa laskemalla liikkeeseen rahasto-osuuksia tai ottavat vastaan pääomasijoituksia ulkopuolisilta sijoittajilta. Lisäksi osa varjopankeista saattaa laskea liikkeeseen myös joukkovelkakirjalainoja tai lyhyitä rahamarkkinainstrumenttajeja. Tällaiset rakenteet ovat tyypillisiä mm. arvopaperistamiseen liittyvissä järjestelyissä.

2) **Varjopankit toimivat rahoituksen välittäjinä** eli myöntävät lainoja, joko suoraan reaalityalouden toimijoille, kuten kotitalouksille ja yrityksille, tai sijoittavat niiden liikkeeseen laskemiin arvopapereihin, kuten yritysten joukkovelkakirjalainoihin. Rahoitusmarkkinoiden vakausneuvosto (FSB) ja Yhdysvaltain keskuspankki FED pitävät osana rahoituksen välitystä myös luottojen fasilitaatioprosessia (credit facilitation) (3). Tällä tarkoitetaan toimintaa, jossa esimerkiksi vakuutusyhtiö tarjoaa takauksia (guarantees) lainoille ja joukkovelkakirjalainoille tai yhtiöitä jotka myyvät luottoriskijohdannaisia.<sup>[10]</sup>

3) Varjopankit toimivat rahoituksen välittäjinä, joko **osittain tai täysin, perinteisen pankkisektorin ulkopuolella**. Osa ns. varjopankeista saattaa toimia hyvinkin tiukassa kytköksessä pankkisektorin kanssa; osa kuten erilaiset pankkien rahoitusyhtiöt, jopa pankkikonsernin osana.

4) **Varjopankit ovat osittain heikommin säänneltyjä** kuin pankit, mutta eivät välttämättä heikosti säänneltyjä. Esimerkiksi Finanssivalvonta valvoo ja sääntelee Suomessa pankkien ja vakuutusyhtiöiden lisäksi sijoitusrahastoja ja sijoituspalvelutoimintaa.<sup>[11]</sup> Useat merkittävät varjopankeiksi luettavat toimijat ovatkin usein tavalla tai toisella jonkinlaisen valvonnan tai rekisteröinnin piirissä.<sup>[12]</sup>

5) **Varjopankit eivät omaa vastaavaa, joko suoraa tai epäsuoraa, julkista tukea kuin pankkisektori.**<sup>[13]</sup> Varjopankeilla ei ole perinteisesti ollut myöskään pääsyä keskuspankkilikviditeettiin. Käytännössä kuitenkin joillakin varjopankeiksi luetuilla toimijoilla saattaa olla valtion epäsuora eli implisiittinen tuki. Esimerkkinä tällaisista toimijoista ovat liittovaltion sponsoroimat asuntoluottoyhtiöt (Government-sponsored entities) (8). Fedin käänteisrepo ohjelma (RPR)<sup>[14]</sup> on taas esimerkki keskuspankkioperaatioista, jossa on mukana myös varjopankkeja, kuten rahamarkkinarahastoja ja arvopaperinvälittäjiä (broker-dealers). Ohjelman puitteissa Fed tarjoaa näille toimijoilla lyhytaikaisesti valtion velkakirjalainoja käteistä vastaan.

6) Varjopankkitoiminnalle, kuten markkinaperusteiselle rahoitukselle yleensä, on usein **ominaista rahoituksen välityksen ketjuuntuminen, hajautuminen tai pirstaloituminen**. Esimerkiksi arvopaperistamisprosessi sisältää usein lukuisia eri vaiheita ja toimijoita. Myöskään sijoitusten luottoriskiä ei kannata yksi toimija, kuten pankki, vaan luottoriski on

---

10. Finanssikriisin aikana usea esimerkiksi asuntolainoja- tai velkakirjalainoja taannut vakuutusyhtiö (ns. monoline insurer) kärsi pankkien tavoin merkittäviä tappioita.

11. <http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Sektorikohtainen/Pages/Default.aspx>

12. Esim. sijoitusrahastoja sääntelee ns. sijoitusrahastodirektiivi eli UCITS IV-direktiivi ja vaihtoehtoisia rahastoja ns. AIFM-direktiivi eli direktiivi vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista.

13. Esimerkiksi valtion takaamat lainat, talletussuoja, bail-out.

14. The Federal Reserve's overnight and term reverse repurchase agreement.

monesti hajautettu monen eri sijoittajan kesken. Uudenlaisiin rahoitusinnovaatioihin perustuva rahoituksenvälitys, kuten vertaislainatoiminta, hajauttaa luotonantoa nykypankkeja pienempiin yksiköihin. Monet uusista toimijoista operoivat pelkästään verkossa (online) ja ne ovat pystyneet merkittävässä määrin hyödyntämään teknologisissa ratkaisuissaan uusia rahoitusinnovaatioita, suurten datamassojen hallintaa, internet'iä ja sosiaalista mediaa ja muuttuneita kuluttajatottumuksia ja tarpeita. Uusien toimijoiden kynnys päästä alalle on selvästi pankkeja alhaisempi, sillä kiinteät kustannukset toiminnan aloittamiselle saattavat olla hyvin alhaiset.

7) Varjopankit voivat kuitenkin pankkien tavoin olla **potentiaalinen järjestelmäriskin lähde**, johtuen joidenkin toimijoiden suuresta koosta ja vahvoista kytköksistä pankkeihin, muihin rahoitusmarkkinatoimijoihin sekä reaalityouteen. Lisäksi osa varjopankeista toimii rahoitusmarkkinoilla pankkien tavoin muuntamalla lyhytaikaista velkaraahaa pitkäaikaisiksi lainoiksi (ns. maturiteettitransformaatio) ja epälikvidejä varoja, kuten pankkilainoja, likvideiksi sijoituskohteiksi (ns. likviditeettitransformaatio) tai siirtävät ja hajauttavat luottoriskejä. Lisäksi pankkien tavoin osa varjopankeista käyttää aktiivisesti velkavipua. Velkavivulla tarkoitetaan lainatun rahan käyttöä sijoitustoiminnassa (osakkeisiin, yrityksiin, johdannaisiin, kiinteistöihin yms.).

## Kaksi vaihtoehtoista tapaa varjopankkien määrittelyyn

Ollakseen hyödyllinen, varjopankkisektorin määritelmä ei saisi olla liian laaja, sillä liian laaja käsite saattaa piilottaa yhden otsikon alle hyvin useita eri kehityskulkuja, jolloin mahdollisista kumuloituvista riskeistä ei saada riittävän tarkkaa kuvaa. Toisaalta määritelmä ei saisi kuitenkaan olla liian tiukka, sillä toiminnan luoteesta johtuen liian tiukka määritelmä saattaa taas jättää pois uusia innovaatioita tai toimintoja, jolloin mahdollisiin ylilyönteihin ei pystytä varautumaan ajoissa. Määritelmäongelmasta johtuen varjopankkisektorin analyysi perustuukin usein yksittäisten toimijoiden ja toimintojen analyysiin, sillä koko sektoria kuvaavien indikaattorien seuranta jää usein hyvin karkealle tasolle.

Suurin osa varjopankkitoimintaa käsittelevistä tutkimuksista määrittelee varjopankkitoiminnan yksiköiden kautta (**subtractive approach, vähentävä menetelmä**). Osa viimeaikaisista tutkimuksista (IMF 2014 annex 2.1) ovat tarjonneet tilalle myös, vaihtoehtoista, toiminta-/markkinaperusteista lähestymistapaa (**additive approach, lisäävä menetelmä**). Toimijoiden sijasta mitattavilla kohteilla voidaan tarkoittaa markkinatoimintaa, kuten esimerkiksi arvopaperistamista tai repomarkkinoita. Ongelmana on kuitenkin edelleen laajan konsensuksen puute siitä mitä määritellään varjopankeiksi tai varjopankkitoiminnaksi.

### 1. määritelmä: Vähentävä menetelmä

Varjopankkitoiminnan suuruudesta voidaan saada hyvinkin erisuuruisia arvioita riippuen siitä, mitä yksiköitä tai toimintaa varjopankkitoiminnan alle luetaan. Varjopankkisektorin mittausta hankaloittaa myös yksityiskohtaisen ja vertailukelpoisen datan puute. Varjopankit ovat yleensä osa talous- ja yhteiskuntatilastoissa sovellettavan sektoriluokituksen<sup>[15]</sup> rahoitus- ja vakuutustoiminnan residuaali-erää, ns. muut



rahoituslaitokset – sektoria, joista saadaan tietoa osana kansantalouden tilinpidon rahoitustilinpito tilastoja.

Koska osa muut rahoituslaitokset -sektorin toimijoista eivät ole säännöllisen julkisen tilastoinnin piirissä, sektorin toiminnasta ei ole saatavilla, edes aggregaattitasolla, täysin kattavia ja harmonisoituja tilastoja. Tästä johtuen varjopankkisektoria koskevissa analyysissä joudutaankin usein turvautumaan markkinoiden itse tuottamaan aineistoon ja analyysiin, jonka kattavuudesta, määritelmistä tai menetelmistä ei ole aina saatavilla tarkkaa tietoa.

Tilasto-ongelmista johtuen, tai siitä huolimatta, virallisen rahoitustilinpitotilaston muut rahoituslaitokset – sektori toimii usein lähtökohtana varjopankkitoiminnan tarkastelulle. Laajimmillaan varjopankkitoiminnan voidaankin siis nähdä kattavan koko muut rahoituslaitokset – sektorin.<sup>[16]</sup> kuten aikaisemmin on todettu, ongelmana on kuitenkin se, että tähän sektoriin lukeutuu keskenään hyvin erilaisia toimijoita perinteisen pankkisektorin ulkopuolelta. Tähän ongelmaan kohdistuu myös merkittävä osa varjopankki-termiin liittyvää kritiikkiä, koska kaikilla laajaan määritelmään lukeutuvilla yhtiöillä ei ole välttämättä mitään tekemistä varsinaisen varjopankkitoiminnan kanssa.

Usein tähän varjopankkisektorin laajaan määritelmään yhdistetään myös rahalaitossektoriin lukeutuvat rahamarkkinarahastot näiden yhteissijoitusyritysluoteensa takia. Ajatuksena onkin ollut tarkentaa mittaria vähentämällä laajasta määritelmästä sellaisia toimijoita tai peräti toimijoiden osia, joiden ei ole katsottu harjoittavan varjopankkitoimintaa, mistä johtuu englanninkielen termi ”subtractive approach”. Kuten edellä on jo mainittu, ongelmana on kuitenkin usein riittävän tarkan datan puute.

## 2. määritelmä: Lisäävä / toimintaperusteinen määritelmä

Yksikkökohtaisen määritelmän ongelmista johtuen tilalle on tarjottu toimintaperusteista määritelmää. Tämän määritelmän ajatuksena on aggregoida eri varjopankkeihin liittyviä taloustoimintoja keskenään. Tällaisia toimintoja voivat olla mm. arvopaperistaminen, arvopaperien lainaus ja – takaisinostosopimukset, mutta myös osa toimijoista mm. rahamarkkinarahastotoiminta, synteettiset pörssinoteeratut rahastot, luottoihin sijoittavat hedgerahastot jne.

Euroopan komissio (9) kuvaa toimintaperusteisen määritelmän logiikkaa seuraavalla tavalla: toimintakohtainen määritelmä summaa yhteen esimerkiksi arvopaperistamisprosessissa varjopankkeihin siirretyt tai varjopankkien asettamat (originated) omaisuusvakuudelliset velkakirjalainat (ABS) sekä varjopankkien hallitsemia ABS-velkakirjalainoja vastaan hankittu varainhankinta.<sup>[17]</sup> Näihin toimintoihin lisätään vielä rahamarkkinarahastot, jotka pääsääntöisesti rahoittivat edellä kuvattuja varjopankkeja ostamalla näiden liikkeeseen laskemia omaisuusvakuudellisia rahamarkkinavelkakirjalainoja tai osallistumalla varjopankkien kanssa erilaisiin arvopaperien takaisinostosopimuksiin.

15. <http://www.tilastokeskus.fi/meta/luokitukset/sektoriluokitus/001-2013/index.html>

16. Ns. OFI-sektori, Other Financial Intermediaries. Tilastokeskuksen sektoriluokitus 2012: S.124–S.127.

17. Esimerkiksi omaisuusvakuudelliset rahamarkkinavelkakirjalainat (ABSCP) tai repot.

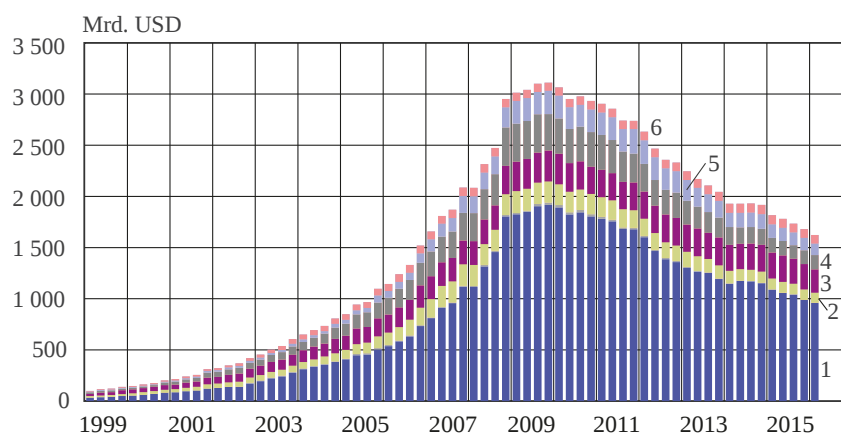
Toimintaperusteinen määritelmä kuvaa siis lähtökohtaisesti erilaisia rahoitusmarkkinoiden prosesseja. Esimerkiksi Yhdysvaltojen keskuspankin Fedin varjopankkitoiminnan määritelmä on eräänlainen summa arvopaperistamisprosessin eri velkakomponenteista (liabilities of the shadow banking). Ongelmana on, että toimintaperusteinen määritelmä kuvaa usein juuri arvopaperistamisprosessia. Se ei välttämättä kuvaa kovin hyvin muuta varjopankkitoimintaa.

Myös toimintaperusteisen määritelmän merkittävin ongelma on datan saatavuus. Yhdysvalloista rahoitustilinpitoa (Federal Reserve: flow of funds) on jo pitkään kehitetty kattamaan myös varjopankkitoimintaa etenkin arvopaperistamisen osalta. Euroopassa vastaavaa dataa ei ole yhtä kattavasti saatavilla.<sup>[18]</sup> Lisäksi Euroopassa monet toiminnot, jotka ovat Yhdysvalloissa siirtyneet varjopankeille, ovat edelleen pääosin pankkien liiketoimintaa. Esimerkiksi arvopaperistaminen on ollut viime vuosina Euroopassa pääosin pankkien likviditeetin hallintaa.<sup>[19]</sup>

Kuvio 2.

Arvopaperistettujen lainojen määrät ovat vähentyneet Euroopassa voimakkaasti kaikissa eri omaisuusluokissa finanssikriisin jälkeen

1. RMBS 2. MBS (seka) 3. CMBS 4. ABS  
5. CDO 6. SME



Lähde: SIFMA.

25.10.2016  
eurojalous.fi

Kokonaistaloudelliset tilastot eivät yleensä myöskään huomioi erilaisia taseen ulkopuolisia eriä, kuten käyttämättömiä luottolupauksia, arvopaperien lainaamista tai vakuuksien vaihtosopimuksia (collateral and liquidity swaps) sekä vakuuksien uudelleen

18. EKP:n erillisyyhtiötilastot antavat kuitenkin kuvaa toiminnan laajuudesta. <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/fvc/html/index.en.html>

19. <http://www.sifma.org/research/statistics.aspx>. European Structured Finance Issuance and Outstanding.

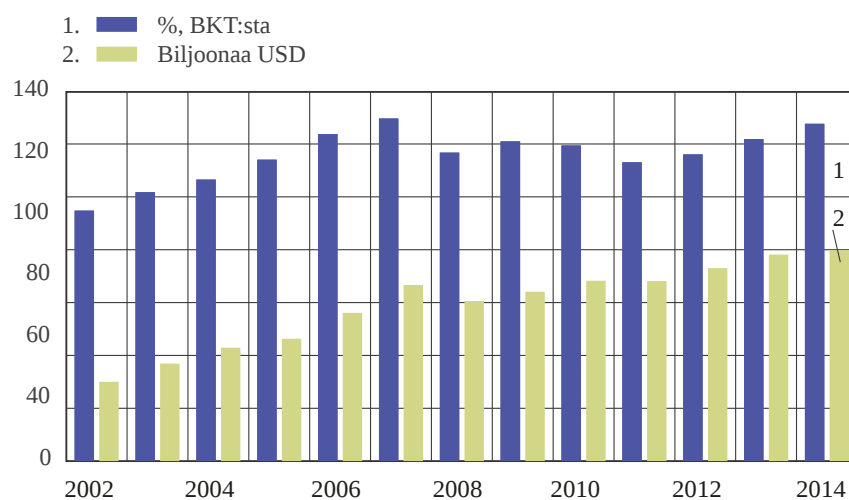
käyttöä (rehypothecation<sup>[20]</sup>). Tutkimusten mukaan varjopankkien taseen ulkopuolinen rahoitus on ollut erittäin merkittävää Yhdysvalloissa etenkin finanssikriisiä edeltävinä vuosina (10). Näin ollen toimintaperusteisen määritelmän mukainen varjopankkitoiminta on saattanut olla selvästi alimitoitettu todelliseen määrään verrattuna.

## FSB:n määritelmä varjopankkitoiminnalle

Rahoitusmarkkinoiden vakausneuvosto (FSB) on G-20 maiden toimeenpanemana työstänyt globaalia määritelmää varjopankkisektorille. Osittain edellä kuvattujen määritelmä- ja dataongelmien vuoksi FSB on rakentanut kaksivaiheisen kehikon varjopankkisektorin mittaamiseksi ja riskien määrittämiseksi (11).

Kuvio 3.

FSB:n mukaan muiden rahoituslaitosten tase on finanssikriisin jälkeen jälleen kasvussa



Lähde: Rahoitusmarkkinoiden vakausneuvosto FSB.

25.10.2016  
eurojalous.fi

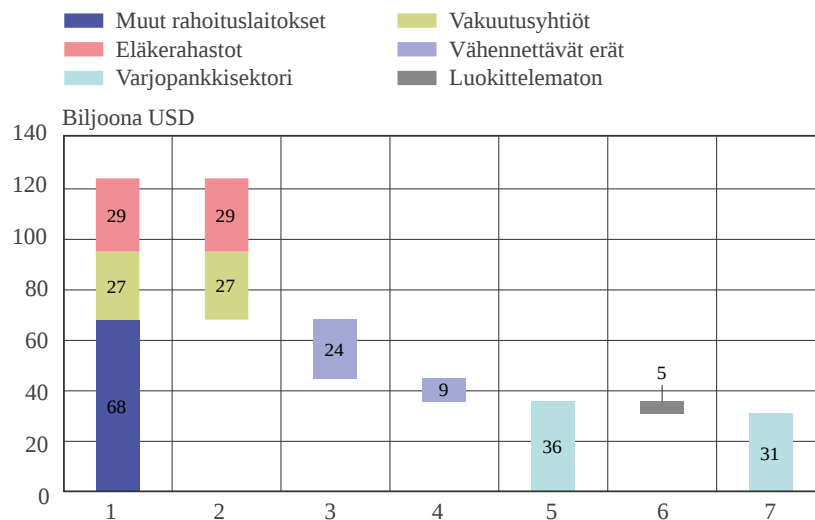
20. Vakuuksien uudelleenkäytöllä tarkoitetaan vakuudenantajan (esim. hedgerahasto) antamaa oikeutta vakuudensaajalle/velkojalle (esim. pankki tai arvopaperinvälittäjä) uudelleen käyttää lainaa vastaan siirretty vakuus, mikäli vakuudensaaja niin haluaa. Mikäli vakuus uudelleen käytetään, vakuuden saajalla on velvollisuus palauttaa sama tai samanlainen vakuus vakuudenantajalle lainan erääntyessä. Mikäli vakuudensaaja on maksukyvytön, vakuudenantaja on vakuutettu vain lainan sen hetkiseen nimellisarvoon asti. Riskinä on tietysti se että vakuudenantaja ei saa vakuutta takaisin maksaessaan lainansa takaisin. Vakuudenvaihtosopimukset ja vakuuksien uudelleenkäyttö ovat esimerkkejä mekanismeista, joilla pyritään lisäämään käytössä olevaa likviditeettiä. Koska hyvien (likvidien) vakuuksien määrä on rajallinen vakuuksien uudelleenkäyttö voi venyttää vakuuksien määrää moniin liiketoimiin ja näin luoda aktiviteettiä, mitä ei olisi syntynyt olemassa olevalla vakuusmäärällä. Käytännössä vakuuksien uudelleenkäyttö saattaa johtaa monimutkaisiin vakuusketjuihin ja velkavivun merkittävään kasvuun. Vakuusketjujen selvittäminen maksukyvyttömyystilanteessa saattaa olla hankalaa. Esimerkiksi Lehman Brothers'in ja MF Global'in konkurssit osoittavat että vakuuksien uudelleen käyttö ei ole ollut ongelmaton. Konkurssilainsäädännön erot eri maissa johtivat tilanteeseen jossa miljardien edestä sijoittajien varallisuutta käytännössä hävisi kuin tuhka tuleen.

FSB:n määritelmän ensimmäinen vaihe pyrkii kokoamaan ja mittaamaan kaikki pankkisektorin ulkopuoliset rahoituksen välittäjät (ns. laaja mittari, broad measure). Käytännössä FSB:n kehikon ensimmäinen vaihe käsittää kaikki tiedot, joita on saatavilla rahoitustilinpidon muut rahoituslaitokset- toimijoista, laajennettuna rahamarkkinarahastoilla, vakuutusyhtiöillä ja eläkerahastoilla. FSB käyttää tästä myös lyhennettä MUNFI (Monitoring Universe of Non-Bank Financial Intermediation). MUNFI-toiminnan kattavuus saattaa vaihdella maittain riippuen siitä miten etenkin muiden rahoituslaitosten toimintaa kussakin maassa valvotaan ja seurataan.

Toinen vaihe eli ns. suppea mittari (narrow measure) pyrkii käytössä olevan datan ja valvojan harkinnan puitteissa tarkentamaan tätä joukkoa. Toisin sanoen FSB:n suppea mittari kuvaa sitä osaa pankkisektorin ulkopuolisessa rahoituksen välityksessä, johon kohdistuu perinteiselle pankkitoiminnalle tyypillisiä haavoittuvuuksia tai riskejä. Näitä voivat olla mm. maturiteetti- ja likviditeettitransformaation käyttö, epätäydellinen luottoriskin siirtoa ja velkavivun käyttö. Lisäksi FSB on tarkasteluissaan halunnut keskittää seurantaan myös toimintaan ja toimintoihin, jotka voisivat indikoida pankkisääntelyn kiertoa eli sääntelyarbitraasia.

Kuvio 4.

#### FSB:n mukaan suppea varjopankkisektori oli vuoden 2014 lopulla globaalilla tasolla noin 36 biljoonaa dollaria



1. MUNFI
2. Eläkerahastot ja vakuutusyhtiöt, joita ei lueta kuuluvaksi varjopankkisektoriin
3. Muut rahoituslaitokset, joita ei lueta kuuluvaksi varjopankkisektoriin
4. Pankkisektoriin konsolidoidut yhtiöt
5. Varjopankkisektori
6. Luokittelematon
7. Varjopankkisektori (luokiteltu toimintaluokkiin)

Lähde: Rahoitusmarkkinoiden vakausneuvosto (FSB).

25.10.2016  
eurojalous.fi

Käytännössä suppean mittarin määrittäminen aloitetaan vähentämällä maakohtaisesta MUNFI-joukosta ensiksi ne vakuutusyhtiöt, eläkerahastot ja muut rahoituslaitokset, joiden ei katsota kyseisessä maassa kuuluvan varjopankkisektoriin. Lisäksi MUNFI-joukosta poistetaan vielä ne toimijat, jotka ovat konsolidoitu osaksi pankkisektoria.

Valintaprosessissa käytetään pitkälti jokaisen maan valvojan omaa harkintaa. Jotta harjoituksen prosessi pysyisi kuitenkin mahdollisimman harmonisointuna, eri maiden valvojien valintoja on vertailtu keskenään ja FSB on luonut prosessin taustaksi ohjeistuksen ja politiikkakehikon.<sup>[21]</sup> Esimerkiksi, jos jonkin toiminnan tai toimijan on nähty aiheuttavan jossain maassa mahdollisia varjopankkitoimintaan liittyviä riskejä, on se lisätty FSB:n ohjeistuksella suppeaan mittariin kaikissa maissa. Prosessi mahdollistaa kuitenkin maakohtaisia poikkeuksia päälinjasta.<sup>[22]</sup> FSB huomioi että varjopankkisektori voi näyttäytyä hyvin eri tavalla eri maissa.

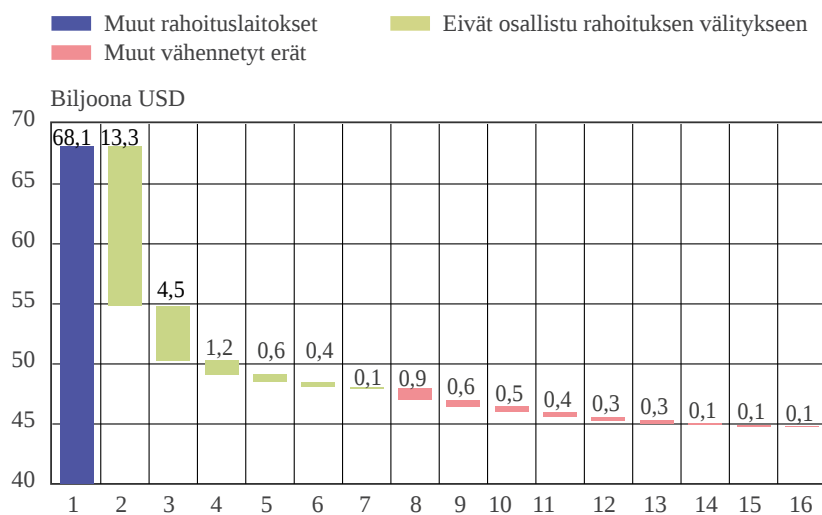
---

21. FSB, Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking, August 2013: [http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r\\_130829c.pdf](http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_130829c.pdf).

22. FSB on listannut vuoden 2015 loppuraportin liitteessä 1 suppeasta mittarista tehtyjä maittaisia poikkeuksia perusteluineen.

Kuvio 5.

### Valvojien valintaprosessi vaikuttaa merkittävästi FSB:n määrittelemän varjopankkisektorin kokoon



1. Muut rahoituslaitokset
2. Osakerahasotot
3. Alankomaiden erikoisrahoitusyhtiöt
4. Listattu kiiteistöosakerahasto
5. Yhdysvaltalaiset rahoitusyhtiöt
6. Omaisuudenhallintayhtiöt
7. Etuoikeutettujen osakkeiden liikkeeseenlaskijat
8. Sveitsin muiden rahoituslaitosten jäännöserä + muut
9. Alankomaiden muiden rahoituslaitosten jäännöserä
10. Asuntovakuudelliset velkakirjalainat (Kanada ja Korea)
11. Sekarahastot eräissä maissa
12. Alankomaiden arvopaperin välittäjät
13. Varjopankkisektorin ulkopuolelle laskettavat muut sijoitusrahastot
14. Varjopankkisektorin ulkopuolelle laskettavat korkorahastot
15. Varjopankkisektorin ulkopuolelle lasketut hedgerahastot
16. Varjopankkisektorin ulkopuolelle lasketut kiinteistörahastot

Lähde: Financial Stability Board.

25.10.2016  
eurojatalous.fi

Edellä kuvatun vähentämisen prosessin jälkeen jäljelle jääneet toimijat jaetaan edelleen FSB:n määrittelemiin viiteen eri toimintaluokkaan (EF = Economic Functions), joille annetaan tarkempi taloudellinen funktio ja riskimäärittelmä. Funktio- tai toimintaperusteisella määrittelyllä FSB pyrkii kohdistamaan voimavaroja etenkin niihin toimijoihin tai toimintaan, jotka ovat alttiimpia riskeille. Lisäksi harjoituksessa pyydetään linkittämään kuhunkin funktioon liittyvä kansallinen valvonta ja käytössä olevat mahdolliset politiikka- ja riskienhallintavälineet. Riskien tarkempi identifiointi mahdollistaa jatkossa sääntelyn ja politiikkavälineiden paremman kohdentamisen eri funktioille. Vaikka osa varjopankkisektorin toimijoista on jo valvonnan piirissä, erilaisten politiikkavälineiden saatavuus, käyttö ja tehokkuus saattavat vaihdella eri maissa (11).

FSB:n määrittelemät taloudelliset funktiot ja niihin liittyvät riskit ovat seuraavat:<sup>[23]</sup>

**EF1) Yhteissijoitusyritykset, joilla on ominaisuuksia, joiden takia ne ovat alttiita sijoittajapaolle.** Tällaisia yhteissijoitusyrityksiä voivat olla esim. rahamarkkinarahastot, pitkän koron sijoitusrahastot, luottoihin sijoittavat hedgerahastot ja erilaiset sijoitusyhtiöt. Joissakin markkinastressitilanteessa yhteissijoitusyritykset saattavat joutua pakkomyymään nopeasti sijoituksiaan ja/ tai joutua sijoittajapaon kohteeksi. Riskiä lisää etenkin jos yhteissijoitusyrityksestä on mahdollista nostaa varoja hyvinkin nopeasti ja varat ovat sijoitettuina hyvin epälikvideihin varallisuuseriin. Riskiä saattaa vahvistaa myös mahdollinen velkavivun käyttö. Pahimmillaan varallisuuserien pakkomyynti vaikuttaa alentavasti varallisuuserien markkinahintoihin, mikä saattaa laukaista lisää sijoitusten pakkomyyntejä (11).

**EF2) Luotonanto, joka on riippuvainen lyhytaikaisesta markkinarahoituksesta.** Tällaisia toimijoita voivat olla esim. erilaiset lainanantajina toimivat rahoitusalan yritykset, kuten myyntisaatavien rahoitusta, osamaksukauppaa ja rahoitusleasing-palveluja tarjoavat yhtiöt sekä vienti/tuontirahoitusta tarjoavat yhtiöt. Riskit saattavat korostua mikäli merkittävä osa yritysten luotonannosta on rahoitettu lyhytaikaisella tukkumarkkinarahoituksella tai konserniyhtiölainoilla. Lisäksi riskejä saattaa lisätä luoton myöntäminen erityisen syklisille tai suppealle (niche) asiakassektorille. Tällaisia sektoreita ovat perinteisesti olleet esimerkiksi rakennus ja rahoitusala. Viime vuosina huolta on herättänyt myös energiasektorille ja laivarahoitukseen myönnetty tuotot (11).

**EF3) Arvopaperi- ja johdannaiskauppa (ml. markkinatakaus), joka on rahoitettu lyhytaikaisella rahoituksella.**<sup>[24]</sup> Tähän funktioon kuuluvat esim. arvopaperien välittäjät ja arvopaperi- ja johdannaiskauppaa omaan lukuunsa käyvät yritykset (Broker-Dealers). Funktion toimijoihin saattaa kohdistua suuria likviditeettiriskejä etenkin, jos velkavivun käyttö on merkittävää ja mikäli toimijoiden varainhankinta perustuu pitkälti lyhytaikaiselle markkinarahoitukselle, kuten rahamarkkinapapereihin, reposopimuksiin tai lyhytaikaisiin pankkien luottolimiitteihin (11).

**EF4) Luottojen fasilitaatioprosessi.** Luottojen fasilitaatioprosessi, kuten takaukset, luottoriskijohdannaiset helpottavat ja parantavat pankkien ja muiden rahoituslaitosten kykyä myöntää luottoja. Tällaisia palveluja myöntävät esim. asuntoluottojen vakuuttajat (mortgage insurers), arvopaperien vakuuttajat (monoline insurers), luottoriskijohdannaisten myyjät. Fasilitaatioprosessi toimii myös riskienhallintavälineenä, jolla eri toimijat pystyvät vaikuttamaan taseisiinsa kohdistuviin luottoriskeihin (11). On kuitenkin mahdollista että fasilitaatioprosessi toimii epätäydellisesti ja luottoriski vaihtuukin vastapuoliriskiksi.

**EF5) Arvopaperistamisen käyttö rahoituksen välityksessä ja rahoituksessa (esim. RMBS, CLO, ABCP, SPV).** Mikäli arvopaperistaminen on toteutettu heikosti, voi se aiheuttaa liiallisten maturiteetti- ja likviditeettiriskeiden sekä velkavivun muodostumiseen rahoitusjärjestelmään. Heikkolaatuisten vakuuksien suuri määrä markkinoilla ja näiden

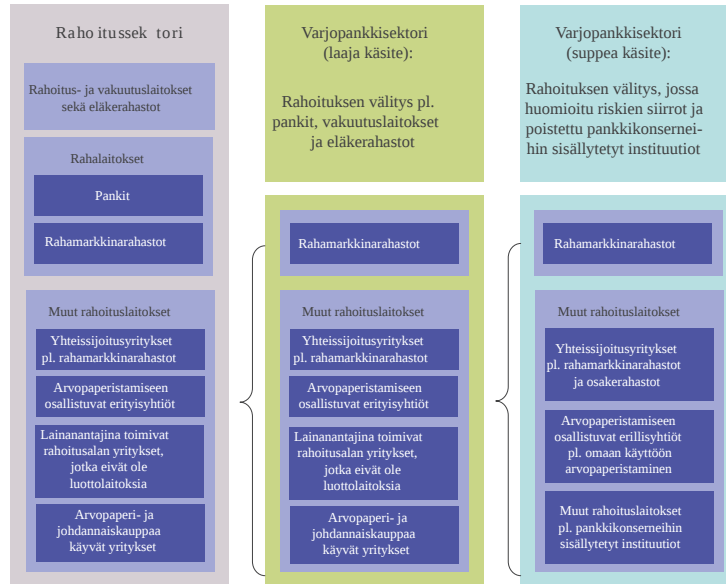
23. Eri funktioiden esimerkit eivät ole tarkoituksella kattavia, vaan jättävät varaa viranomaisharkinnalle ja mahdollisille uusille toimijoille ja toiminnalle.

24. Ml. asiakasvarojen käyttäminen vakuudellisessa varainhankinnassa (Reposopimukset tai arvopaperien lainaus).

vakuuksien uudelleenkäyttö/ketjuuntuminen saattaa stressitilanteessa (vakuusarvojen laskiessa) levitä nopeasti systeemiseksi likviditeettikriisiksi (11).

Kuvio 6.

Varjopankkisektori rahoitusmarkkinoiden vakausneuvoston määritelmän mukaan



Lähde: Rahoitusmarkkinoiden vakausneuvosto.

29.4.2015  
eurojatalous.fi

## EKP:n määritelmä varjopankkitoiminnalle

Myös EKP on julkaissut oman määritelmän varjopankkisektorista.<sup>[25]</sup> EKP käyttää varjopankeista usein myös termiä non-bank financial entities. EKP:n laaja määritelmä kattaa rahamarkkinarahastot, muut sijoitusrahastot, arvopaperistamiseen liittyvät erillisyhtiöt ja rahoitustilinpidon residuaalierän muut rahoituslaitokset.

Käytännössä EKP:n keräämät tilastot kattavat euroalueen rahoitustilinpittoon kirjatuista muiden rahoituslaitosten saatavista vain noin puolet. Tilastoiduista toimijoista EKP käyttää termiä suppea mittari (eli narrow measure). EKP:n suppea määritelmä seuraa siis pääosin toimintaa, joista se kerää itse tietoa.

EKP viittaa vuoden 2015 rakenneraportin kehikossa 1 myös varjopankkisektorin globaalin määritelmän problematiikkaan ja dataongelmiin. EKP:n mukaan sen oma määritelmä pitäisikin nähdä enemmän seuranta ja analyysikehikkona, kuin varsinaisena varjopankkisektorin määritteenä.

25. Määritelmä on mainittu mm. EKP:n julkaisuissa: Structural features of the wider euro area financial system: Banking Structures Report 2014 ja section 3.1.3 Financial Stability Review, ECB, May 2015.



## Data- ja määritelmäongelmat vaikeuttavat analyysiä

Kuten edellä on mainittu, voidaan varjopankkitoiminta ymmärtää nykyään hyvin monella eri tavalla, etenkin jos asiaa tarkastellaan laajassa perspektiivissä, joka kattaa kaiken sektorin muut rahoituslaitokset toiminnan. Laajimmillaan osalla toimijoista voi olla hyvin vähän kosketuspintaa muuhun rahoitusjärjestelmään tai varsinaiseen luotonantoprosessiin,<sup>[26]</sup> kun taas osa toiminnasta/toimijoistavoi olla hyvinkin tiukkaan kytkeytynyt muuhun rahoitusmarkkinaan, kuten pankkeihin, vakuutusyhtiöihin tai reaalityöiden toimijoihin.

**Laajimmillaan merkittävä osa varjopankkeihin luettavaa toimintaa saattaa myös sisältyä osaksi pankkitoimintaa.** Esimerkiksi erilaiset rahoitusyhtiöt toimivat osin jopa perinteisen pankkisektorin sisällä. Pankkisektoriin konsolidoitujen rahoitusyhtiöiden laajuus vaihtelee merkittävästi maasta toiseen ja on riippuvainen siitä kuinka laajasti itse pankkisektori määritellään.<sup>[27]</sup> Lisäksi etenkin Euroopassa pankit hallinnoivat myös usein erilaisia rahastoyhtiöitä, jotka puolestaan hallinnoivat merkittävää osaa kotitalouksien ja yritysten sijoitustoimintaa ja säästämistä.<sup>[28]</sup> Esimerkiksi rahamarkkinarahastot tai muut sijoitusrahastot ovat monelle kotitaloudelle yleinen säästöjen sijoituskohde ja tuttuja pankkiasioinnin kautta. Erilaiset varallisuudenhoitopalvelut ovat monille pankeille erittäin tuottoisaa liiketoimintaa. Vaikka rahastoihin liittyvä asiakkaiden sijoitettu varallisuus on erotettu pankkien taseista, on epäselvää kuinka hyvin kriisitilanteessa pankit olisivat suojassa esim. maineriskien osalta.<sup>[29]</sup>

Lisäksi monet esimerkiksi rahamarkkinoita mittaavat nykyiset julkiset tilastot eivät ole usein tarpeeksi tarkkoja erottamaan eri vastapuolia toisistaan. Pankkien- tai vakuutusyhtiöiden erottaminen varjopankeista on vaikeaa mm. repomarkkinoilla, sillä saatavilla on usein pääasiassa volyymitietoa, mutta ei vastapuolitietoa. Esimerkiksi pankkien ja hedgerahastojen välisestä bilateraali-repokaupoista on hyvin vähän tietoa saatavilla. Myös pörssien kautta selvitettyjen repo- ja muiden arvopaperikaupankäynnin vastapuolitietoa ei välttämättä ole saatavilla tai ne voi olla tilastoitu kahteen kertaan (sekä repo ja käänteisrepo).<sup>[30]</sup>

Julkiset tilastot mittaavat huonosti myös esimerkiksi stukturoituun rahoitukseen ja arvopaperistamiseen liittyviä riskejä. Agregoidut volyymitiedot eivät täysin paljasta kuka todellisuudessa kantaa riskit luotonantoprosessin eri vaiheissa. Esim. monet investointipankit toimivat aktiivisesti mm. korkean riskin velkamarkkinoilla. Pankit ovat

---

26. Esim. hallintayhtiöt, jotka eivät itse ole rahoitusyrityksiä ja jotka valvovat ja/tai johtavat rahoituksen välitystä avustavia palveluja tuottavien tytäryhtiöiden ryhmää.

27. Esimerkiksi euroalueella pankkisektori käsitetään yleensä rahalaitoksina (MFIs = Monetary Financial Institutions), jotka saattavat sisältää perinteisten talletuspankkien lisäksi myös kirjavan joukon muita luottolaitoslupa saaneita rahoituslaitoksia. Laajimmillaan rahalaitokset sisältävät myös rahamarkkinarahastot.

28. Efama, Asset management in Europe 2015.

29. Finanssikriisissä esim. investointipankki Bear Stearns'n ongelmat liittyivät osin pankin yritykseen pelastaa kaksi sen hallitsemaa hedgerahastoa.

30. Julkista tietoa repomarkkinoista julkaisee esim. ICMA (International Capital Market Association). ICMA Repo Survey. <http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/repo-and-collateral-markets/ercc-publications/repo-market-surveys/>

saattaneet myöntää alkuperäiset lainat (originate) tai toimia esimerkiksi strukturoitujen erillisyhtiöiden kuten CLO-rahastojen asettajana (arranger), markkinatakaajana (underwriter) tai sijoittajana. Pankit myös tarjoavat usein erilaisten strukturoitujen erillisyhtiöiden hoitajille (managers) erilaisia luottolimiittejä (warehouse line of credits).

Ongelmiin saatetaan törmätä myös kun mitataan esimerkiksi markkinatakaukseen ja arvopaperi- ja johdannaiskauppaan liittyviä riskejä. Moni arvopaperi- ja johdannaiskauppaa omaan lukuunsa käyvä yhtiö (ns. broker-dealer) ei ole välttämättä itsenäinen institutionaalinen yksikkö, vaan osa pankki- tai investointipankkiyhtiötä. Näin ollen tällaisesta toiminnasta varsinaisen varjopankkitoiminnan erottaminen voi olla vaikeaa tai ei edes mielekästä.

**Varjopankkisektorin erot eri maissa vaikeuttavat sekä alueellista vertailtavuutta että yhtenäisen määritelmän rakentamista.** Kulttuurierojen ja taloudellisen kehityksen lisäksi, eroavaisuudet eri maiden välillä liittyvät usein mm. lainsäätöön, verotus<sup>[31]</sup> ja valvontakäytäntöihin, finanssi-innovaatioihin ja muutoksiin pankkisektorin toiminnassa. Eroavaisuudet korostuvat etenkin kehittyvien maiden tapauksessa, joissa rahoitusjärjestelmät ovat yleensä vasta kehitymässä. Esimerkiksi Kiinassa varjopankkisektorin koko riippuu siitä kuinka kohdellaan erilaisia pankkien taseen ulkopuolisia sitoumuksia, kuten säätiölainoja (trust loans), rembursseja (Bankers' acceptance) tai varainhoitotuotteita, joilla tyypillisesti kierretään maan tiukkaa pankkisääntelyä (10). FSB:n mukaan Kiinan luvuista ei päästy täyteen yhteisymmärrykseen FSB:n uusimmassa vuosittaisessa tiedonkeruuharjoituksessa. Näin ollen Kiinan lukuja ei ole ollut mielekästä jakaa eri taloudellisille funtioille ja Kiinan määritelmä perustuu vuoden 2014 harjoituksen määritelmiin ja käytäntöihin (11).

Myös samaa tarkoittavat termit ja käsitteet voivat erota erimaiden välillä, johtuen esim. lainsäädännöstä. Esimerkiksi kiinteistörahastojen määrittely on hyvin erilaista eri maissa, sillä joissain maissa ne kirjataan jopa yrityssektoriin (13). Sama termi voi myös tarkoittaa eri maissa hieman erilaista toimintaa. Esimerkiksi kehittyneissä maissa, kuten Euroopassa ja Yhdysvalloissa, rahoitusyhtiöillä tarkoitetaan usein leasing-, factoring- tai korttiluottoja myöntäviä yrityksiä, kun taas kehitysmaissa ne ovat tyypillisesti mikroluottoja myöntäviä yrityksiä.

**Hankalaksi määrittelyn tekee myös se, että monen varjopankiksi liitetyn toimijan kohdalla sektorin sisäinen liiketoiminta voi olla hyvin erilaista.** Esimerkiksi sijoitusrahastojen joukossa on hyvin erilaisia rahastoja. Osa sijoitusrahastoista sijoittaa puhtaasti osakkeisiin,<sup>[32]</sup> osa taas korkomarkkinoille. Yhdistelmärahastot voivat taas sääntöjensä puitteissa sijoittaa sekä osakkeisiin että korkoa tuottaviin kohteisiin. Vaihtoehtorahastot voivat sen sijaan sijoittaa lähes mihin tahansa käyttäen erilaisia sijoitusstrategioita.<sup>[33]</sup> Rahastot eroavat tyypillisesti toisistaan myös ominaisuuksiltaan ja

---

31. Esimerkiksi Alankomaissa toimivien erikoisrahoitusyhtiöiden mukaan lukeminen varjopankkitoimintaan muuttaa maan varjopankkisektorin kokoa merkittävästi. Tällaista rahoitusyhtiötoimintaa voi olla muissakin maissa, joissa on suotuisa verokohtelu vastaavalle toiminnalle. (12)

32. Vaikka osakerahastoja ei tyypillisesti lueta osaksi varjopankkisektoria, luetaanko esimerkiksi velkavipua sijoituksissaan käyttävä osakerahasto varjopankiksi?

33. <http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Finanssiasiakas/Tuotteita/Sijoittaminen/Sijoitusrahastot/Ominaisuuksia/Pages/Default.aspx>.

sijoituspolitiikaltaan. Esimerkiksi rahastoista tietoa tuottavan Morningstarin rahastoluokittelu kategorioita pelkääntäen korkorahastoja kymmeneen erilaisiin rahastoluokkiin perustuen rahaston sijoituspolitiikkaan. Lisäksi rahastojen riskiprofiilit vaihtelevat merkittävästi rahastojen välillä.

Myös rahastojen sijoittajakunta vaihtelee. Vaihtoehtorahastot ovat pääsääntöisesti tarkoitettu vain institutionaalisille sijoittajille tai ammattisijoittajille, kun taas ns. sijoitusrahastodirektiivin mukaisia sijoitusrahastoja eli UCITS-rahastoja voi tarjota myös vähittäissijoittajille. Osa rahastoista on avoimia ja osa suljettuja. Käytännöt esim. lunastusten osalta voivat vaihdella eri rahastotyyppien välillä. Osalla rahastoista voi olla myös erilaisia mekanismeja rajoittaa lunastuksia kriisitilanteessa. Analyysiä vaikeuttaa se että käytännöt ja lainsäädäntö saattaa vaihdella merkittävästi eri myös eri maiden välillä.

**Varjopankkisektorin määritelmän pitäisi huomioida myös uusien innovaatioiden esiinmarssi.** Viimevuosina teknologinen kehitys, rahoitusinnovaatiot (Fintech) ja perinteisen pankkisektorin kasvava sääntely ovat muuttaneet kilpailuasetyksi rahoitusmarkkinoilla ja maksuliikenteessä. Etenkin Yhdysvalloissa ja Iso-Britanniassa erilaiset digitalisaatiota ja sosiaalista mediaa hyödyntävät toimijat, kuten vertaislainaajat (peer-to-peer lending/ marketplace lending) ovat saaneet nopeasti markkinaosuuksia esimerkiksi kulutus, opinto- ja pk-yritysluotonannossa. Pankkisektorin ulkopuolinen rahoitustoiminta onkin vuosien saatossa kasvanut hyvin monimuotoiseksi.

## **Muuttuvat rahoitusmarkkinat lisäävät tarvetta kehittää rahoitusmarkkinoiden analyysiä pankkisektorin ulkopuolella**

Finanssikriisin seurauksena rahoitusmarkkinat ovat olleet viime vuodet suuressa muutoksessa. Muuttunut toimintaympäristö, teknologinen kehitys ja kiristynyt pankkisääntely siirtävät rahoituksen välitystä pois perinteisestä pankkitoiminnasta kohti markkinaperusteista toimintaa (josta käytetään usein nimitystä varjopankkitoiminta). Kehitys eittämättä on hyödyllinen, koska se mm. laajentaa sekä reaali- että rahoitusmarkkinatoimijoiden varainhankinnan lähteitä ja lisää siten kilpailua ja tehokkuutta.

Kehitys ei ole välttämättä kuitenkaan ongelmatonta, sillä ns. varjopankkitoiminta sisältää monia samoja riskejä kuin pankkitoimintakin. Lisäksi useiden varjopankkien toiminnan luonteesta johtuen on syntynyt uudenlaisia riskejä eikä syy-seuraus suhteet ole yhtä selkeitä kuin esimerkiksi pankkien myöntäessä luoton asiakkaalleen. Varjopankkisektorin riskejä lisää myös vahva kytkeytyminen ja riippuvuus muusta rahoitusjärjestelmästä, etenkin pankeista. Esimerkiksi arvopaperistamiseen ja rahastotoimintaan saattaa liittyä erilaisia sijoitusketjuja, joiden selvittäminen saattaa olla paljon monimutkaisempaa, kun että sijoittajat toimisivat suoraan pääomamarkkinoilla tai luotonanto perustuisi pankin ja asiakkaan väliseen suhteeseen.

Riskien analysointia rajoittavat kuitenkin erilaiset datapuutteet. Varjopankkitoiminnasta on vaikea saada kattavaa ja harmonisoitua julkista tilastodataa globaalilla tasolla. Dataongelmista johtuen varjopankkisektorin analyysi keskittyy tällä hetkellä liikaa

toimijoiden koon mittaamiseen. Analyysin kannalta tärkeämpää olisi saada nykyistä tarkempi kuva globaalien rahoitusmarkkinoiden kokonaisvaltaisesta toiminnasta ja linkittyneisyydestä sekä ymmärtää erilaisten syy-seuraus- ja vuorovaikutussuhteiden merkitys paremmin.

Vaikka eri valvojilta olisi mahdollisesti saatavilla tarkempiakin tilastoja, eivät julkaistut varjopankkeja koskevat tilastotiedot eivät ole usein kovin kattavia edes aggregaattitasolla. Näin ollen maittaisten tietojen vertailu ja analyysi on yleensä selvästi hankalampaa, verrattuna esimerkiksi pankkeihin, josta on nykyään saatavilla runsaasti erilaista julkista tietoa eri lähteistä.

Valvontatietoa ei ole luonnollisesti saatavilla niistä toimijoista tai toiminnasta, jotka eivät ole valvonnan alaisia. Varjopankkitoiminnan analyysin datalähteinä joutuukin usein käyttämään myös yksittäisten markkinatoimijoiden keräämää tietoa, joiden kattavuudesta ja laadusta ei ole aina täyttä varmuutta. Dataongelmaan on kuitenkin alettu kiinnittämään kasvavassa määrin huomiota ja viime vuosina julkisen virallisen tilastotiedon määrä on kasvanut.

Varjopankkitoimijoihin liittyvän seurannan ja analyysin kehittäminen, sekä lokaalilla että globaalilla tasolla, onkin erittäin kannatettavaa ja tarpeellista. Seurannan kehittäminen ei ole tärkeää vain analyysin kannalta. Seurantakehikon kehittäminen on tärkeää myös sen takia, että mahdollisiin epätasapainottomuuksien muodostumiseen voidaan vaikuttaa ajoissa (esim. mahdollisten politiikkavälineiden ja suositusten kautta). Seurantaa ja analyysiä tulisi kuitenkin kehittää kokonaisvaltaisesti ja keskittyä etenkin erilaisten vuorovaikutus- sekä syy-seuraussuhteiden arvioimiseen. Nyt kehitystyö on keskittynyt ehkä liikaa siihen mikä on varjopankkitoimintaa ja mikä ei.

Rahoitusjärjestelmien heikkouksia analysoitaessa liian aggregoitu lähestymistapa saattaa antaa ongelmista jopa väärän kuvan. Vaarana on myös että määritelmällisesti "ei-varjopankkisektoriin" luokiteltu osa rahoitustoiminnasta jää helposti ulos tarkemmasta analyysistä, mikä saattaa johtaa uusien riskien kumuloitumiseen seurantakehikon ulkopuolelta. FSB:n viimeaikainen kehitystyö on kuitenkin mennyt tässä mielessä oikeaan suuntaan, mutta työ on vielä kesken.

## Lähteet:

(1) Kodres, Laura E, *What is Shadow Banking*, IMF June 2013 <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2013/06/basics.htm>.

(2) Lazcano, Israel Cedillo, *The Historical Role of the European Shadow Banking System in the Development and Evolution of Our Monetary Institutions* [http://openaccess.city.ac.uk/2115/1/CITYPERC-WPS-2013\\_05.pdf](http://openaccess.city.ac.uk/2115/1/CITYPERC-WPS-2013_05.pdf).

(3) IMF, *Shadow Banking Around the Globe: How Large, and How Risky? Global Financial Stability Report 2014*.

(4) ECB, *Report on financial structures, October 2015*.

(5) Bank of England, *Money creation in the modern economy: Quaterly Bulletin 2014 Q1*.

(6) Korhonen, Tapio, *Raha ja Luotto Rahapolitiikassa*, Bof Online 2007.

(7) Kauko, Karlo, *Lyhyt johdatus rahaan*, Bof Online 2011.

(8) Pozsar, Zoltan, Adrian, Tobias, Ashcraft, Adam, Boesky, Hayley, *Shadow Banking*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, July 2010.

(9) European Commission, *European Financial Stability and Integration*, April 2014.

(10) Aitken, James, Singh, Manmohan, *The (sizable) Role of Rehypothecation in the Shadow Banking System*, IMF Working Paper, July 2010.

(11) *Global Shadow Banking Monitoring Report 2015*, Financial Stability Board, November 2015.

(12) *Shadow Banking: An Exploratory Study for the Netherlands*, DNB Occasional Studies [http://www.dnb.nl/en/binaries/DNB\\_OS\\_10-05\\_uk\\_tcm47-281218.pdf](http://www.dnb.nl/en/binaries/DNB_OS_10-05_uk_tcm47-281218.pdf).

(13) *Global Shadow Banking Monitoring Report 2014*, Financial Stability Board, October 2014.

## Avainsanat

- muut rahoituslaitokset
- varjopankit
- varjopankkitoiminta

## Kirjoittajat



Kimmo Koskinen  
Vanhempi ekonomisti  
[etunimi.sukunimi\(at\)bof.fi](mailto:etunimi.sukunimi(at)bof.fi)